



## INVESTMENT OUTLOOK 2017

KANSEN VOOR AANDELEN EN GRONDSTOFFEN

PAGINA 34 -49

**BELEGGEN IN 'REAL ASSETS'  
NEEMT VLUCHT**  
PAGINA 6-9

**ABN: MANDATENFONDSEN  
STUWEN RENDEMENT**  
PAGINA 14-16

**DEZE FONDSEN TIPPEN DE  
PRIVATE BANKS**  
PAGINA 42-44

# Kansen in een digitale wereld

*Door de opkomst van ondernemingen met revolutionaire bedrijfsmodellen, zoals Uber en Airbnb, zien marktpartijen in vele sectoren zich gedwongen om hun activiteiten naar de digitale wereld te verplaatsen. Volgens fondsbeheerder Sylvie Sejournet creëert deze trend kansen voor het Pictet-Digital fonds.*

## Iedereen bezit een smartphone. Is er nog groeipotentieel in de digitale ruimte?

‘Zeker! De beleggingsmogelijkheden zijn zelfs groter dankzij de hoge penetratiegraad van mobiele apparaten. Daardoor brengen mensen meer tijd online door. Veel millennials maken optimaal gebruik van de nieuwe kansen die de digitale wereld biedt, of het nu gaat om webwinkelen, een ritje via Uber bestellen of een reservering boeken op Airbnb. En hoewel de penetratie van smartphones in de ontwikkelde wereld behoorlijk hoog is, is er nog groeipotentieel in de ontwikkelingslanden. Momenteel heeft minder dan de helft van de wereldbevolking toegang tot internet. Eric Schmidt, de voormalige CEO van Google, voorspelt dat dit percentage in 2020 zal zijn gestegen tot 100%.’

## Hoe kun je profiteren van deze transitie naar digitaal?

‘Om in aanmerking te komen voor opname in het fonds, moet een onderneming ten minste 20% van haar omzet via internet genereren. Dan resteert een beleggingsuniversum van ongeveer 400 aandelen met een totale waarde van ruim \$ 7,500 miljard. Binnen dit universum hebben we veel ruimte om in te spelen op diverse trends bij een breed spectrum van ondernemingen met allerlei bedrijfsmodellen. Wat ze met elkaar gemeen hebben, is dat ze allemaal profiteren van de transitie naar digitaal. Zo vertegenwoordigt internetreclame slechts 30% van de totale advertentie-uitgaven.



**‘Ons fonds heeft speelruimte. Ondernemingen met verschillende bedrijfsmodellen profiteren van de transitie naar digitaal.’**

- SYLVIE SEJOURNET -

Dankzij de opkomst van mobiele reclame neemt dit percentage snel toe. In andere sectoren is de groeipotentie zelfs nog groter. Aan technologie-infrastructuur wordt een bedrag van \$ 2.000 miljard uitgegeven, maar slechts 4% van dat bedrag wordt aan clouddiensten besteed. De portefeuille van ons fonds bestaat uit 40 tot 70 aandelen en is zeer divers. Het grote verschil met een traditioneler fonds is dat ons universum wordt gekenmerkt door veel hogere groeicijfers.’

## Wat kunnen beleggers van het Pictet-Digital fonds verwachten?

‘In de afgelopen jaren heeft het fonds geprofiteerd van de toenemende internetpenetratie en van de transitie naar digitaal binnen een aantal sectoren. De trends die het fonds goed lieten presteren, zijn bovendien nog steeds duidelijk merkbaar en nemen zelfs in kracht toe. Een toenemend aantal huishoudelijke apparaten, zoals de thermostaat, zal met internet verbonden zijn. Bovendien raken mensen er steeds meer aan gewend om hun dagelijkse activiteiten online te regelen. In de meeste sectoren zal de groei van de online activiteiten drie tot vier keer groter zijn dan de traditionele activiteiten. Deze trends leggen een stevig fundament onder het bereik van ons fonds.’

 **PICTET**  
Asset Management

Meer informatie over themabeleggen bij Pictet Asset Management: [assetmanagement.pictet](http://assetmanagement.pictet)

## VOORWOORD

**W**ie de machtigste en meest invloedrijke staat van de wereld wil zijn, moet aan een paar eisen voldoen. In de eerste plaats moet er de bereidheid zijn om de imperiale macht te verdedigen, zowel met politieke en economische als met militaire middelen. Daarnaast is er de zogenoemde 'soft power' – een concept dat ontwikkeld is door hoogleraar Joseph Nye van Harvard University. Hierbij gaat het om de aantrekkings- en de overtuigingskracht van de cultuur, de politieke waarden en de ethiek van een land. Vooral in een informatietijdperk, zoals de wereld thans kent, is 'betrouwbaarheid de meest schaarse bron' van soft power, benadrukt Nye. De Verenigde Staten zijn volgens onderzoek uit 2014 een natie die als geen ander soft power heeft. Het land heeft dat sinds 1945 en dit heeft gezorgd dat de VS zowel op het terrein van hard power als van soft power de hegemonale macht van dit moment zijn.

Die status wordt – met name op het terrein van waarden, normen en ethiek – aangevochten door China. Dit land is weliswaar ten opzichte van de VS nog ver verwijderd van een vergelijkbare positie als een soft power, maar met de inauguratie van Donald Trump tot de 45ste president van de VS zouden de machts- en gezagsverhoudingen in de wereld kunnen kantelen. Als Trump met zijn verkiezingscampagne iets in de waagschaal heeft gesteld, dan is het wel zijn eigen betrouwbaarheid en in het verlengde daarvan die van de VS. Zijn beledigingen aan het adres van vele groepen en minderheden, in binnen- en buitenland, zijn bekend. Daarnaast bediende hij zich van onwaarheden en heeft hij sinds zijn uitverkiezing op 8 november al de nodige beleidsvoornemens bijgesteld, ingetrokken of genuanceerd. 'Liegen om te winnen', is niet een aanbeveling voor de houdbaarheid van soft power.

Trump is al op veel teruggekomen, maar niet op zijn uitspraak dat hij het Klimaatakkoord wil opzeggen. Dit akkoord, waaraan bijna 200 landen zich hebben verbonden, waaronder de VS, wordt volgens hem niet gestaafd door voldoende wetenschappelijk bewijs. Als die houding beleid wordt, dan lopen de VS het risico veel soft power te verliezen. Want het bewijs voor klimaatverandering en voor een existentiële bedreiging van het aardse leven wordt inmiddels noch door wetenschappers, noch door multinationals of publieke opinie serieus aangevochten.

Sterker nog, China positioneert zich thans als de grote pleitbezorger van een wereldwijde aanpak van de klimaatverandering en van een transitie naar een verduurzaming van economie en samenleving. De machthebbers in Peking hebben zich lang tegen deze transitie verzet, maar de toenemende vervuiling en onleefbaarheid van de Chinese miljoenensteden, maakt dat zij zich nu razendsnel aanpassen om het sociale contract tussen de communistische partij en het volk niet in de waagschaal te stellen. Als de voortekenen juist zijn dan wordt verduurzaming de kern van een wereldwijde technologische revolutie. Als de VS onder Trump ervoor kiezen 'de container achter de sloep' te worden, dan zal zowel de soft power als op termijn ook de hard power afbrokkelen en zal de wereld – alsook de financiële markten – zijn blik richten op een nieuwe leider: China.

**TEKST** CEES VAN LOTRINGEN



## COLOFON

## Hoofdredacteur Fondsnieuws

Cees van Lotringen

## Eindredactie

Barbara Nieuwenhuijsen

## Correctie

Féri Roseboom

## Vormgeving

Tineke Hoogenboom

## Aan deze editie werkten mee

Frank van Alphen, Patrick Beijersbergen, Hans Betlem, Jeroen Boogaard, Cees van Lotringen, Harm Luttikhedde, Barbara Nieuwenhuijsen, Auke Plantinga, Kim Raad, Anton Reijninga.

## 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 15 februari 2017.**



INHOUD



FOTO: BINH TRAN

## ABN AMRO OPENT NIEUWE WERELD

Met zijn uit mandaten samengestelde beheerportefeuilles biedt de bank klanten toegang tot een wereld die eerder niet toegankelijk was, zegt Martin Stolker van ABN Amro Advisors.

PAGINA 14-16



## VLUCHT NAAR REAL ASSETS

Beleggingen in real assets, zoals infrastructuur en windparken, nemen een hoge vlucht. Voordeel: stabiele inkomsten. Nadeel: Je moet een bijzonder lange horizon hebben.

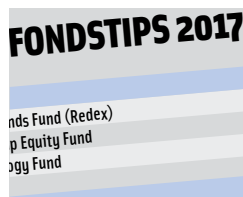
PAGINA 6-9



## DE TIPS VAN DE BANKEN IN BEELD

Jaarlijks rond de Kerst vraagt Fondsnieuws private banks naar hun fondstips voor 2017 en worden die van het vorige jaar gewogen. Een overzicht van 'the good, the bad and the ugly'.

PAGINA 42-44



EN VERDER

### ZORGEN OM LIQUIDITEIT RAAKT OOK GELDMARKT

Toezichhouders scherpen de regels aan voor geldmarktfondsen: de oliemantjes van de financiële markten en van de reële wereld.

PAGINA 24-25

### RENTEAFDEKKING ALS WINSTVERDUBBELAAR

Renteschommelingen hebben een grote impact op beleggingsresultaten. Wat kan de particulier van het pensioenfonds leren?

PAGINA 12-13

### VERMOGENSREGIE: WAT ER VOOR U GAAT VERANDEREN

De fiscaal gefaciliteerde pensioen-bv verdwijnt, de vermogensrendementheffing verandert en het UBO-register is in aantocht.

PAGINA 30-32

### DE PROJECTIES VAN DE EXPERTS VOOR 2017

Tijdens een Investment Outlook-event gaven topbeleggers hun projecties prijs voor 2017. Afdronk: gematigd optimisme.

PAGINA 34-39

RUBRIEKEN

FUNDFLOWS .....	10
FAVORIETE GRAFIEKEN .....	11
COLUMNS.....	17/50
INTERVIEW .....	14-16
VERMOGENSREGIE.....	30-32
THEMA.....	34-49



# TIJD OM ONS OP GRONDSTOFFEN TE RICHTEN

- **Verbeterende macro-economische en fundamentele factoren ondersteunen de prijzen**
- **Alle grondstoffen doen het goed – van olie tot basismetalen en landbouw**
- **Door de overwinning van Donald Trump zijn de vooruitzichten op langere termijn zelfs nog beter**

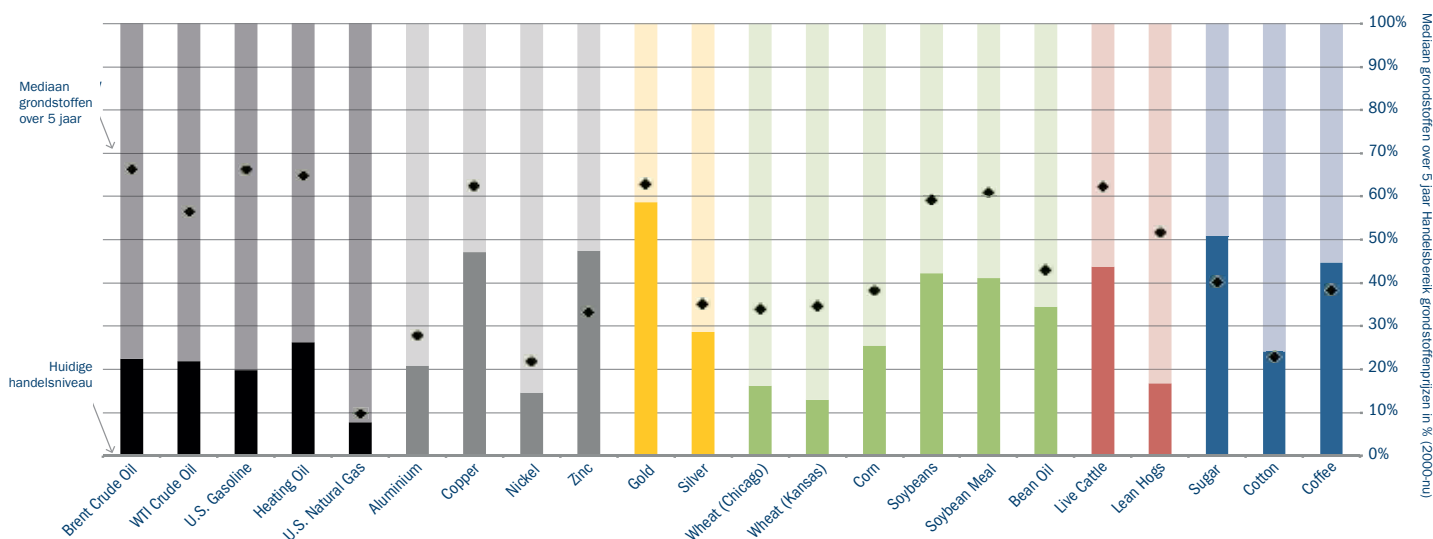
Macro en geopolitieke krachten geven eindelijk grondstoffenprijzen de wind in de rug. De recente beslissing van OPEC om het op marktaandeel gerichte beleid los te laten door de olieproductie te beperken met 1,2 miljoen vaten per dag, heeft een vloer onder de oliemarkt gelegd. De lage rente dwingt beleggers om 'hard assets' in te slaan. Het monetaire experiment heeft zijn langste tijd gehad en er wordt wereldwijd op fiscale stimulering ingezet. Tegelijk zet de groei van werkgelegenheid en lonen door, zullen opkomende economieën groeien en zal de dollar stabiliseren.

Onderliggende fundamentele ontwikkelingen voor grondstoffen zijn positief. Energie- en mijnbouwbedrijven hebben hun kapitaaluitgaven teruggebracht, wat ertoe zal leiden dat de vraag het aanbod gaat overtreffen. Vraag en aanbod van ruwe olie is weer in balans. De Noord-Amerikaanse olieproductie is afgenomen sinds midden 2015. Deze trend zet dit jaar door terwijl de afname van de OPEC productie ervoor zal zorgen dat de olie voorraden verder zullen afnemen.

Tegelijkertijd neemt de wereldwijde vraag naar olie toe. Bij de basismetalen is Zink 40% in waarde toegenomen in 2016, Nikkel 17% en Aluminium 10%. Alleen de Koperprijs bleef onder druk. In 6 maanden zou de fundamentele ontwikkelingen voor Koper kunnen verbeteren en een verdere rally van basismetalen kunnen ondersteunen. Tot slot zal de sterke wereldwijde vraag, tezamen met goede graanoogsten in Argentinië, Brazilië en Noord Amerika, essentieel zijn om buffervoorraden aan te houden.

Tevens is de verkiezing van Donald Trump tot President van de Verenigde Staten belangrijk voor grondstoffen. Het korte termijn effect mag beperkt zijn, over de lange termijn is het positief voor grondstoffen. Trump heeft duidelijk aangegeven dat de VS niet militair zal ingrijpen in het Midden Oosten. De regio zal haar problemen zelf moeten oplossen, wat bullish is voor de olieprijs en voor grondstoffen in het algemeen.

## Grondstoffenprijzen naderen de onderkant van hun handelsbereik



Bron: Columbia Threadneedle Investments, 17.11.2016. De grafiek geeft grondstoffen weer uit de Bloomberg Commodity Index.

### Threadneedle (Lux) Enhanced Commodities Fund

Fondsbeheerders: David Donora, Nicolas Robin  
ISIN: LU0915584832



**Prosper van Zanten**  
Head of Benelux Distribution  
Tel: +31 (0)20 262 4022  
prosper.vanzanten@columbiathreadneedle.com

**Alleen voor professionele en/of gekwalificeerde beleggers (niet te gebruiken voor of te overhandigen aan retailklanten).** In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. De waarde van beleggingen en de inkomsten ervan zijn niet gegarandeerd, kunnen zowel stijgen als dalen en worden mogelijk beïnvloed door wisselkoersschommelingen. Dit betekent dat een belegger het belegde kapitaal wellicht niet terugontvangt. Het onderzoek en de analyses in dit document, door Columbia Threadneedle Investments opgesteld in het kader van haar eigen portefeuillebeheer, zijn voorafgaand aan publicatie wellicht reeds doorgevoerd en worden hier aanvullend beschikbaar gesteld. In dit document verstrekte meningen gelden vanaf de datum van publicatie maar kunnen zonder kennisgeving vooraf worden gewijzigd en mogen niet als beleggingsadvies worden beschouwd. Uit externe bronnen verkregen informatie wordt betrouwbaar geacht, maar de juistheid en volledigheid ervan kan niet worden gegarandeerd. Gepubliceerd door Threadneedle Asset Management Limited. Ingeschreven in Engeland en Wales onder nummer 573204, Cannon Place, 78 Cannon Street, Londen, EC4N 6AG, Verenigd Koninkrijk. In het VK is ons vergunning verleend en staan wij onder toezicht van de Financial Conduct Authority. Columbia Threadneedle Investments is de wereldwijde merknaam van alle onderdelen van de groep Columbia en Threadneedle.







# BRUGGEN EN TUNNELS ALS VEILIGE HAVENS

'RENDEMENTEN VAN 5 TOT 9% ZIJN REËEL'

Hoge waarderingen, in combinatie met lage rendementen en inflatierisico's, laten beleggers uitwijken naar real assets als infrastructuur en windparken. Ze leveren voorspelbare inkomsten, maar zonder risico zijn ze niet.

TEKST HARM LUTTIKHEDDE

In de afgelopen vijf jaar zijn de beleggingen in real assetstrategieën met 325% gestegen, blijkt uit onderzoek van S&P Dow Jones Indices. 80% van de institutionele beleggers streeft een allocatie na van tot wel 15%.

De groei zal naar verwachting voortzetten: twee derde heeft het idee nog altijd te weinig in deze assets te beleggen. Waar komt de belangstelling voor real assets vandaan?

In de afgelopen vijftien jaar hebben zich volgens de Amerikaanse indexbouwer meerdere periodes voorgedaan waarin de correlaties tussen beleggingscategorieën sterk toenamen. De eerste keer was tijdens de recessie van 2001 tot 2003, nadat de internetzeepbel uiteen was gespat.

'Veel beleggers hadden toen het gevoel dat het een eenmalige en buitengewone gebeurtenis betrof, maar het deed zich opnieuw voor tijdens de wereldwijde financiële crisis van

2008 en 2009', zegt Jodie Gunzberg, de real asset-specialist van S&P DJI.

'En wanneer iets twee keer gebeurt, dan komt het op de radar van risicomangers die zich afvragen hoe je de beleggingsportefeuille kunt beschermen tegen dergelijke pieken in correlaties.'

Dat zette grote beleggers als APG en het Noors oliefonds aan om van een allocatie op basis van beleggingscategorieën (assets) over te stappen op een risicoallocatie. Het uitgangspunt is daarbij een verdeling van kapitaal over laag gecorreleerde risicobronnen, zoals het groeirisico, renterisico, inflatierisico en liquiditeitsrisico. Real assets passen vol-

**TWEE DERDE  
WIL MEER  
IN DEZE  
ASSETS GAAN  
BELEGGEN**

gens Gunzberg goed in dit systeem.

De indexbouwer maakt onderscheid tussen beursgenoteerde en illiquide, private real assets. In de eerste categorie vallen bepaalde aandelen, obligaties en grondstoffen-futures. Te denken valt daarbij aan aandelen of obligaties van bedrijven die luchthavens, olie- en gasleidingen of windmolenparken ontwerpen, bouwen of financieren of vastgoedaandelen.

## Tastbare beleggingen

Private real assets zijn tastbare beleggingen, dus directe beleggingen in gebouwen of boerderijen, infrastructuurprojecten zoals tolwegen en natuurlijke hulpbronnen zoals bossen, waterkracht en mineralen et cetera.

De rendementen van beide categorieën ontlopen elkaar op de lange termijn niet veel, stelt S&P DJI. Wel is er een verschil in volatiliteit als gevolg van de frequentie waarmee de beleggingen worden geprijsd. Illiquide real assets zijn dus beweeglijker, maar doen niet onder qua opbrengst.



Behalve de lage correlatie met traditionele beleggingscategorieën zijn real assets ook in trek vanwege de 'search for yield': ze bieden een betrouwbare en voorspelbare bron van inkomsten voor de lange termijn die bovendien inflatiebestendig is. Dat laatste is weer een beleggingsthema sinds de verkiezingsoverwinning van Donald

## DE KANAALTUNNEL

Zoals geldt voor alle beleggingen, is beleggen in real assets niet zonder risico. Eurotunnel illustreert dat goed. Dit is het beursgenoteerde bedrijf dat sinds 1994 de Kanaaltunnel tussen Frankrijk en het Verenigd Koninkrijk exploiteert.

Hoger dan beraamde kosten en tegenvallende vervoerscijfers maakten dat het bedrijf in 2007 bijna bezweek onder zijn enorme schuldenlast.

Het reddingsplan dat met behulp van de twee grote investeerders Goldman Sachs en Macquarie was opgesteld, bestond onder andere uit een forse afschrijving op de schulden, en het deels converteren van schulden in aandelen waardoor een sterke verwatering optrad.

Kort daarop was er weer tegenslag. In 2008 brak er in een van de twee tunnels brand uit waardoor deze maandenlang dicht moest. Dit drukte fors op de omzet. Sinds 2011 is Eurotunnel echter elk jaar winstgevend geweest. 2016 belooft ondanks de migratiecrisis zelfs het beste jaar ooit voor het bedrijf te worden, al zijn er wel zorgen over de gevolgen van de brexit.

Trump in november en zou de vraag naar real assets kunnen aanjagen.

'De dit jaar gelanceerde S&P Real Assets Index waarin wereldwijde aandelen, obligaties en grondstoffen-futures zijn opgenomen, heeft een inflatie bèta van 4,2. Dit betekent dat voor elke 1% stijging van de Amerikaanse consumentenprijzen, de index dit omzet in 4,2% rendement', aldus Gunzberg.

Het cijfer is gebaseerd op data over de afgelopen tien jaar tot en met 2015, met de kanttekening dat er regionaal en op assetniveau grote verschillen zijn. Ook maakt het uit waar zich in de wereld inflatie voordoet.

'Real assets reageren het sterkst op inflatie in Brazilië, de VS, Zuid-Korea, Japan, Canada en China, en het minst op inflatie in Mexico, Australië en de eurozone', aldus de S&P DJI-specialist. 'In de eurozone bijvoorbeeld is de inflatie bèta voor real assets alleen positief voor natuurlijke hulpbronnen.'

Ook de afgebeelde tabel van IP Real Estate geeft de sterke relatie tussen de performance van private en beursgenoteerde real assets en inflatie weer. Opvallend is daarbij de negatieve correlatie met sterke inflatie voor beursgenoteerde vastgoedondernemingen (REITs), omdat vastgoed vaak als inflatiehedge wordt beschouwd. Vastgoed is echter ook gevoelig voor de rente die in een inflatoire omgeving doorgaans stijgt.

## Onstuitbare opmars

Volgens Aquila Capital is de opmars van real assets onstuitbaar. In een rapport schrijft het: 'De komende twee decennia zullen pensioenfondsen hun allocatie naar real assets in hun portefeuilles naar verwachting uitbreiden tot meer dan 20%. Naar onze mening zullen real assets uiteindelijk mainstream worden, en een

onvervangbaar onderdeel in een ge-diversifieerde portefeuille.'

Het Duitse Aquila belegt sinds 2006 in real assets en is uitgegroeid tot een van de grootste Europese investeerders in hernieuwbare energieprojecten. Daarnaast investeert het ook in bosbouw en agricultuur.

'In Australië en Nieuw-Zeeland bezitten onze beleggers boerderijen met de bijbehorende grond, vertelt managing director Oldrik Verloop. 'Het gaat ons daarbij niet alleen om de waardeverhoging van de landbouwgrond, want dan ben je in feite onroerendgoedbelegger. Wij gaan voor rendement door de productie van bijvoorbeeld graan of melk te verhogen, of het bedrijfsmodel aan te passen. Zo zetten wij sterk in op biologische melk waarop een hogere marge te behalen valt.'

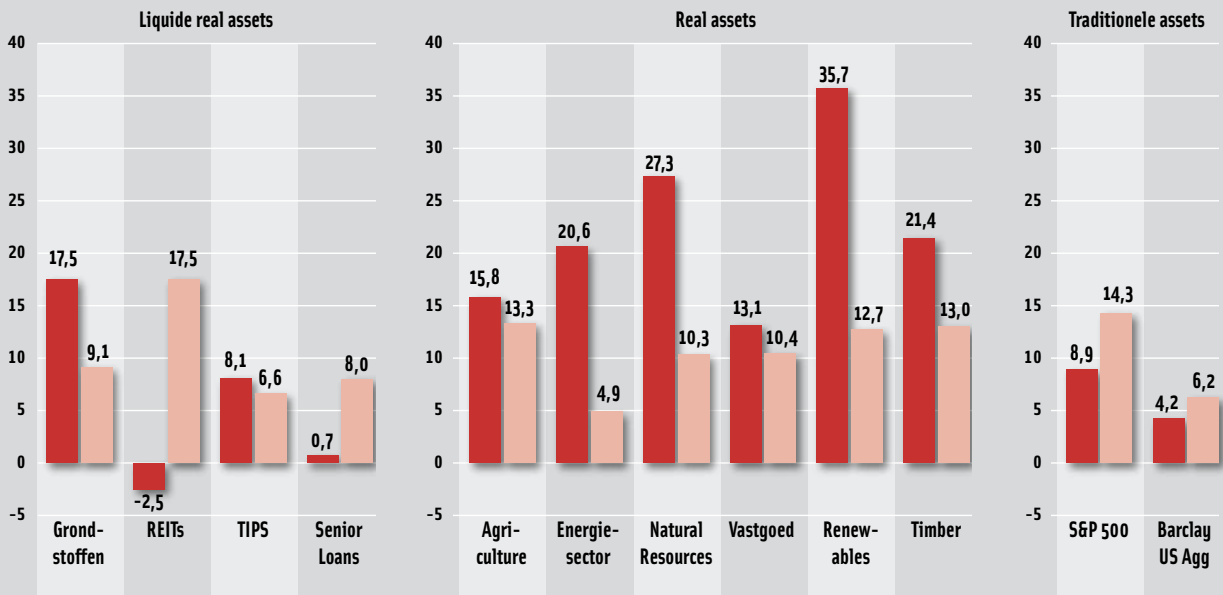
Voor een dergelijke illiquide belegging is een langetermijnhorizon een vereiste. In de agrisector stonden daar de afgelopen jaren buitengewone rendementen tegenover, mede dankzij de gestegen grondprijzen. Zo steeg de (Amerikaanse) NCREIF Farmland Index in de tien jaar tot en met september 2014 met 40% per jaar.

Door de mooie rendementen in landbouw, maar ook in andere real assets de afgelopen jaren, en het besef dat lage obligatierentes geen tijdelijk fenomeen zijn, klinkt de roep om te investeren in real assets steeds luider. Zelfs Bill Gross, in een niet zo ver verleden een van de grootste obligatiebeleggers ter wereld, gaf onlangs aan het niet meer te zien zitten in aandelen en obligaties, en een voorkeur te hebben voor vastgoed en goud.

Dichter bij huis maakte het Oranje Fonds recent bekend groots in Nederlandse landbouwgronden te investeren, ingegeven door een 'nieuwe werkelijkheid' op de obliga-

## Rendementen van real assets in verschillende inflatiescenario's

Geannualiseerde rendementen in procenten ■ Inflatie > 3,5% ■ Inflatie 1,5 - 3,5%



Bron: IP REal Estate 1992-2011

INFOGRAPHIC: KIM RAAD

tiemarkten.

Tast die toenemende belangstelling voor real assets het rendementspotentieel aan? 'In sommige situaties leidt deze ontwikkeling ertoe dat prijzen opgedreven worden waardoor toekomstige rendementen lager kunnen zijn', erkent Verloop van Aquila.

'Ik merk echter dat er een grote behoefte is aan kapitaal van pensioenfondsen en verzekeraars om bijvoorbeeld nieuwe wind- of infrastructurele projecten uit te kunnen voeren, wat ook te maken heeft met de beperkte bestedingsruimte van overheden. Met onze beleggers spreken we een duidelijke waarderingmethodologie af, waardoor we vóór het acquisitieproces de scenario's, rendementsbronnen en verwachtingen vastleggen. Rendementen van tussen de 5% en 9% op operationele hernieuwbare energieprojecten in

Europa zijn reëel.'

Ook bij JP Morgan Asset Management zijn (liquide) real assets favoriet in zijn bespiegelingen voor de lange termijn. 'Vooral vastgoed zal naar verwachting vrij goed bestand zijn tegen de verslechterende groeioutlook'. Schaarste aan de aanbodzijde en een verbetering van de kasstromen dragen bij aan het aantrekkelijke waarderingsplaatje.

Volgens het Amerikaanse fonds-

## ZELFS BILL GROSS GEEFT NU VOORKEUR AAN GOUD EN VASTGOED

huis moeten beleggers in traditionele mixfondsen die hun rendement willen verhogen daarom in toenemende mate alternatieve beleggingen als real assets overwegen.

### Geen wonderen

Dat hier geen wonderen van verwacht mogen worden, benadrukte onderzoeksbureau Resaerch Affiliates onlangs in het rapport 'Take the 5% challenge'. Het acht de kans dat beleggers in (Amerikaanse) mixfondsen het komende decennium 5% rendement per jaar behalen nihil, zelfs met een forse allocatie naar alternatieve beleggingen. Om het wel te halen moet de beheerder bijzonder bekwaam zijn in het selecteren van de juiste alternatives of domweg veel geluk hebben. ■

HARM LUTTIKHEDDE IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.

# GROTE ROTATIE IN NOVEMBER

## BELEGGERS STAPTEN UIT OBLIGATIES EN IN AANDELEN

Obligaties zagen in november een forse uitstroom, maar zijn over heel het jaar tot nu gezien nog altijd de favoriete beleggingscategorie.

TEKST HARM LUTTIKHEDDE

**A**fgelopen maand was een roerige maand, ook wat geldstromen in beleggingsfondsen betreft. Er vond een duidelijke rotatie plaats, van obligaties en edelmetalen naar aandelen.

De uitstroom uit obligaties was de grootste in 3,5 jaar en deed zich voor in bijna alle segmenten van de markt, blijkt uit cijfers van Bank of America Merrill Lynch tot en met 30 november. Ook goud en zilver werden na de verkiezingsoverwinning van Trump massaal van de hand gedaan. Aandelen aan de andere kant zagen de grootste instroom in 2 jaar.

De cijfers weerspiegelden het beeld op de financiële markten, waar geheel tegen de verwachting in de koersen van aandelen stegen en die van obligaties daalden.

Ondanks een maand van uitstroom is het vermogen onder beheer van obligatiefondsen dit jaar tot eind november nog altijd 4,4% gegroeid. De totale omvang van aandelenfondsen is daarentegen sinds 1 januari met 1,4% geslonken. Daarbij is het verschil tussen etf's en de overige fondsen groot.

Aandelen-etf's zagen \$ 150,6 mrd



JAPAN EN DE OPKOMENDE MARKTEN LATEN EEN KLEIN PLUSJE ZIEN. FOTO: HOLLANDSE HOOGTE

instroom, wat een groei voor deze passieve fondsen van 6,8% betekende. Aan de overige fondsen werd \$259 mrd onttrokken, wat bijna 5% van het totaal door deze fondsen beheerde vermogen is.

### Uitstroom

Beleggingsfondsen (etf's en long only) zagen dit jaar bij zowel Amerikaanse als Europese aandelen uitstroom. Japan en de opkomende markten laten een klein plusje zien.

Ook BlackRock houdt de instroom voor etf's en andere indexproducten zoals grondstoffen-trackers bij. Uit cijfers tot en met oktober blijkt dat de instroom voor

deze exchange-traded products op schema ligt om het recordjaar 2015 te evenaren.

Wereldwijd is er nu \$3340 mrd in indextrackers belegd, waarvan het grootste gedeelte in aandelen-trackers. In de VS is het bedrag dat in etf's wordt belegd met \$2382 mrd ruim vier keer groter dan in Europa (\$557 mrd).

Europa loopt dat verschil vooralsnog niet in. Hebben beleggers uit deze regio dit jaar tot en met oktober \$45 mrd aan nieuw geld in etf's belegd, in de VS was dat \$179,7 mrd. ■

HARM LUTTIKHEDDE IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS



# TRUMP, KUDDES & BANKEN

Chief investment strategist Salman Ahmed van Lombard Odier IM focust in 'favoriete grafieken' op Trump, kuddegedrag en de terugtrekkende bank.

## De inflatoire werking van Trumps fiscale bazooka

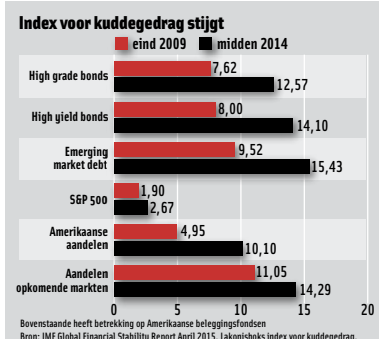
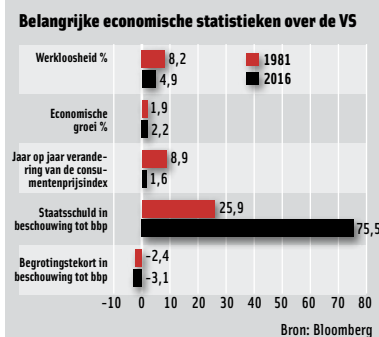
Trumps 'fiscale bazooka' waarmee hij 'America great again' wil maken, heeft enig vergelijk met het Reagan-tijdperk. Het gaat dan vooral om beleidsmaatregelen aan de aanbodzijde. De uitgangspunten voor de economie en de dynamiek van de schuldenpositie zijn nu heel anders. Er is nu sprake van een veel lagere werkloosheid en een hogere schuldquota. Het begrotingstekort is nu minder beheersbaar. Reagan zette begin tachtiger jaren een anticyclisch beleid in, terwijl Trump nu opteert voor een procyclische verandering in het fiscale beleid. Dat heeft een inflatoire werking, omdat sprake is van bijna volledige werkgelegenheid. Het fiscale beleid neemt het stokje over van een door monetair beleid gedomineerd economisch klimaat.

## De effecten van kuddegedrag

Terwijl beleggers het hoofd proberen te bieden aan de uitdaging van lage of negatieve yields en een verhoogd marktrisico, is er ook een zorgwekkende verschuiving gaande in de correlatie tussen obligaties en aandelen. Obligaties bieden nu minder diversificatievoordelen, waardoor marktgedreven bewegingen juist worden versterkt in plaats van afgezwakt. Een indirect gevolg van de 'search for yield' is dat veel beleggers in overeenkomstige posities worden gedwongen. Dit kuddegedrag is sterk gestegen sinds 2011 en wordt verergerd door een overmatige inzet van op marktkapitalisatie gebaseerde allocatie. Dit is een probleem vanuit zowel het perspectief van liquiditeits- als marktrisico: het maakt de markt gevoelig voor overtrokken reacties.

## Scherpe daling voorraden bedrijfsobligaties bij dealers

De liquiditeit in vastrentende markten is verstoord en afgenomen. Dit heeft twee oorzaken: het onconventionele monetaire beleid waarbij 30% van alle uitstaande overheidsschulden is opgekocht. Hierdoor is de free float van de belangrijkste markten voor staatsobligaties sterk beperkt. Daarnaast heeft scherpere regelgeving zoals Basel III ertoe geleid dat banken minder capaciteit hebben voor verhandeling en het aanhouden van vastrentende waarden. Hierdoor treden zij minder op als tussenpersoon op de obligatiemarkten; ze zijn meer brokers dan market makers (inzet van hun eigen balans ten behoeve van liquiditeit). Hierdoor is hun belang voor de bedrijfsobligatiemarkt sterk afgenomen in verhouding tot de totale markt.



SALMAN AHMED IS CHIEF INVESTMENT STRATEGIST BIJ LOMBARD ODIER INVESTMENT MANAGERS. EERDER WERKTE HIJ VOOR GOLDMAN SACHS EN BARCLAYS GLOBAL INVESTORS ALS MACRO-ECONOM EN ALS MEDEVERANTWOORDELIJKE VOOR AANDELENONDERZOEK.



# RENTEAFDEKKING ALS WINSTVERDUBBELAAR

## INSPELEN OP STIJGENDE INFLATIE KAN MET LINKERS

Renteschommelingen hebben een grote invloed op de beleggingsresultaten van pensioenfondsen. Zowel in negatieve als in positieve zin. Hoe gaan zij hiermee om en wat kan de particuliere belegger doen?

TEKST FRANK VAN ALPHEN

**D**e rente staat op een historisch laag niveau en kan niet heel veel verder dalen. Sinds de verkiezing van Trump is hij juist weer iets gaan stijgen. Toch is de algemene verwachting dat de rente lang laag zal blijven.

Pensioenfondsen klagen dikwijls over die lage rente, maar als beleggers hebben ze er ook profijt van gehad. Aan de ene kant van de balans is de almaar dalende rente een plaag omdat de waarde van de verplichtingen hierdoor enorm stijgt. Hoe lager de rente, hoe meer geld pensioenfondsen in kas moeten hebben om de toekomstige pensioenen te kunnen uitkeren. Dat leidt tot een daling van de dekkingsgraad en kan uitmonden in een verlaging van de pensioenen.

Aan de andere kant van de balans heeft die rentedaling pensioenfondsen geen windeieren gelegd. De rendementen van veel fondsen zijn de afgelopen jaren in belangrijke mate



LUKAS DAALDER

te danken aan die daling. Als fondsen het renterisico grotendeels hadden afgedekt althans.

De impact van de renteafdekking is fors. Eind november becijferde het Centraal Planbureau dat fondsen die de rente grotendeels afdekken een 13%-punt hoger pensioen kunnen uitkeren dan fondsen die de rente niet afdekken. Fondsrendementen tonen dat grote effect. Neem het fonds van de bouwsector. De eerste drie maanden van dit jaar boekte dit fonds een rendement van 14,4%. Daarvan was

ruim de helft toe te schrijven aan de renteafdekking. Dit roept de vraag op of particuliere beleggers op de een of andere manier iets kunnen leren van pensioenbeleggers. Hadden zij renteafdekking ook kunnen inzetten als winstverdubbelaar?

Pensioenfondsen dekken de gevolgen van een dalende rente grofweg af op twee manieren: met obligaties en met derivaten, zoals renteswaps (zie kader).

‘Obligaties kan iedere belegger kopen’, zegt Ronald Janssen, finan-

cieel planner en werkzaam bij Ortec Finance, dat pensioenfondsen adviseert over onder meer renterisico's. 'Maar renteswaps kunnen particulieren niet aanschaffen. Dat zijn complexe financiële instrumenten die alleen beschikbaar zijn voor institutionele marktpartijen.'

Omdat particulieren niet kunnen inspelen op de rente met derivaten, blijven obligaties over. De rentevoeligheid van schuldpapier is gekoppeld aan de looptijd. Hoe langer die is, hoe groter de waardeverandering bij een rentebeweging. De vuistregel is dat een daling van de rente met 1% een waardeverhoging tot gevolg heeft ter grootte van de looptijd of duratie. Een obligatieportefeuille met een gemiddelde duratie van zes jaar neemt 3% in waarde toe als de rente met 0,5% zakt.

### Uitstekende belegging

Langlopende obligaties waren de afgelopen jaren dankzij de dalende rente een uitstekende belegging. Particuliere obligatiebeleggers kunnen hierover meepraten. Fondsen met langlopende obligaties brachten de afgelopen vijf jaar per jaar gemiddeld 10% op, blijkt uit cijfers van Morningstar.

Of particulieren er nu nog verstandig aan doen zich te concentreren op het afdekken van het renterisico door flink te beleggen in langlopende obligaties, is de vraag. Met het oog op een mogelijke rentestijging is dit niet zonder risico.

Pensioenfondsen streven naar een beleggingmix die zo veel mogelijk past bij hun verplichtingen. Ze steken doorgaans 40% tot 50% in obligaties. De gemiddelde looptijd van die portefeuille spoort in het ideale geval met de gemiddelde looptijd van de verplichtingen. Die looptijd hangt af van de leeftijd van de deelnemers. Hoe jonger het deelnemersbestand,

## RENTESWAP

**Bij een renteswap ruilen twee partijen de rente-inkomsten. Een pensioenfonds dat zich wil indekken tegen een daling van de rente, ontvangt een vaste rente en betaalt de variabele rente via de bank aan een andere partij. Die partij, bijvoorbeeld een bedrijf dat een lening heeft afgesloten, wil zich juist vrijwaren van de gevolgen van een stijging van de rente.**

**Op het moment dat deze twee partijen het contract afsluiten, is de waarde nagenoeg nihil. De verwachting is dan dat de vaste rente en de variabele rente over de gehele looptijd per saldo gelijk zullen zijn. Zodra de rente daalt, stijgt de waarde van het swapcontract. Eenzelfde contract afsluiten, is dan immers duurder. Kassa voor het pensioenfonds.**

hoe langer de looptijd van de verplichtingen.

In de praktijk is de looptijd van de obligaties veel korter dan die van de verplichtingen, onder meer omdat er onvoldoende leningen zijn met lange looptijden. Door dat verschil daalt de dekkingsgraad bij een rentedaling. Dat risico kan een fonds inperken door met behulp van derivaten extra renteafdekking toe te voegen, boven op de renteafdekking door middel van obligaties.

'Voor een particulier is dat geen bruikbaar model', zegt Lukas Daalder, cio bij Robeco. 'Een pensioenfonds stemt de beleggingsmix af op de hele groep en verandert niet veel in de loop der tijd. Die mix hoeft niet te passen bij een individu. Bovendien

verandert de passende mix naarmate de belegger ouder wordt.'

Financieel planners raden aan het beleggingsrisico af te bouwen met het stijgen der jaren. Ouderen kunnen minder financiële risico's absorberen, is de achterliggende gedachte. Hoe snel aandelen moeten worden vervangen door obligaties is afhankelijk van de persoonlijke situatie. Wie bijvoorbeeld een afbetaald huis bezit, heeft meer vet op de botten dan een huurder.

### Lifecycle-beleggen

Beleggers die dit beleggingsprincipe voor hun oudedagsvoorziening omarmen, kunnen zogeheten lifecyclefondsen kopen. Die vormen vaak de bouwblokken van individuele pensioenregelingen. Gedurende de looptijd daalt het percentage aandelen en stijgt het percentage obligaties. De mate waarin het risico wordt afgebouwd, wordt het glijpad genoemd en verschilt per aanbieder.

Doordat lifecyclefondsen gedurende de looptijd steeds meer beleggen in langlopende obligaties, dekken ze automatisch een deel van het renterisico af. Daalder: 'Bedenk wel dat het hier draait om het risico op een rentedaling. Een stijging in de vorm van oplopende inflatie is een ander verhaal. Wie zich daartegen wil indekken, moet aan inflatie gerelateerde obligaties kopen.'

Al bewijst de renteafdekking zijn nut. Als de rente is gedaald, is de waarde van het lifecycle-fonds gestegen en kan daardoor een hogere uitkering worden aangeschaft. 'De renteafdekking is dan gekoppeld aan het doel van de belegging. Het is dan een methode het renterisico te beperken en niet een manier het beleggingsresultaat te verhogen', aldus Daalder. ■



# ABN OPENT DEUREN DIE ANDERS DICHT BLIJVEN

## MANDAATFONDSEN GEVEN ENTREE TOT NIEUW UNIVERSUM

Martin Stolker, die ABN Amro adviseert over de samenstelling van de beheerportefeuilles, stelt dat de nieuwe manier van werken voor hogere outperformance en een betere risico-rendementsverhouding heeft gezorgd.

TEKST BARBARA NIEUWENHUIJSEN

**G**root was de ophef toen ABN Amro april vorig jaar aankondigde in een van zijn populaire beheerportefeuilles alleen nog te werken met eigen fondsen gevuld met mandaten van externe beheerders. Deze stap van de bank werd gezien als een middel om toch nog iets te kunnen verdienen op fondsen, nadat het provisieverbod een einde had gemaakt aan de praktijk van distributievergoedingen.

Executive director Martin Stolker van ABN Amro Advisors, de dochter van de assetmanagementtak van de bank, belast met het adviseren over de samenstelling van de beheerportefeuilles, vindt het jammer dat de aandacht sindsdien vooral is uitgegaan naar de marge die ABN Amro op de fondsen zou kunnen verdienen en veel minder naar de voordelen van deze constructie voor klanten.

Mandaatoplossingen bieden de bank de mogelijkheid om klanten



MARTIN STOLKER FOTO: BINH TRAN

in strategieën te laten beleggen die anders niet toegankelijk zouden zijn, omdat ze niet in fondsvorm in Nederland worden aangeboden

Een bijkomend voordeel is dat een mandaat een afspraak is tussen twee partijen, zegt Stolker. Hierdoor hoeft niet het standaardproduct afgenomen te worden, maar is ruimte voor maatwerk. Dit zorgt voor beter risicomanagement, omdat dagelijks volledig inzicht in alle onderliggende beleggingen mogelijk is. Bij fondsen van derden is dit inzicht er hoogstens op maandbasis en dan meestal ook nog met een vertraging van enkele weken. Dat zo'n mandaat vervolgens verpakt is in een fonds, is bijzaak, zo oordeelt Stolker.

De keuze om met een mandatenplatform te gaan werken, staat volgens hem volledig los van het provisieverbod. 'We waren er al mee begonnen.' Toch was de toezichthouder niet zonder meer positief over de constructie. De AFM publiceerde eind 2015 een leidraad over huisfondsen. Daarin staat onder meer dat de AFM het hanteren van een vaste (gemiddelde) winstmarge een goede marktpraktijk vindt. Dit voorkomt de voorkeur voor een bepaald fonds anders dan om beleggingstechnische redenen.

### Verplichte winkelnering

ABN Amro besloot daarop het advies over het samenstellen van de beheerportefeuilles en het beheer van de mandaatfondsen van elkaar te scheiden. Dit lag voorheen allebei bij AA Advisors. Het fondsbeheer ligt nu bij ABN Amro Investment Solutions, de nieuwe naam van de assetmanagementdochter Neuflyze OBC Investissements. AA Advisors is daar als aparte onafhankelijke entiteit onder komen te hangen en nu belast met het advies

over de samenstelling van de beheerportefeuilles van de bank.

Hierbij dient zich uiteraard wel de vraag aan hoe onafhankelijk dat advies is, als door de bank al besloten is dat de beheerportefeuilles – op alternatieve beleggingen en grondstoffen na – alleen nog de eigen mandaatfondsen mogen bevatten. Is dit geen verplichte winkelnering? 'Dat is een beslissing van ABN Amro', zegt Stolker. Hij is echter enthousiast over het platform.

'Ongeveer de helft van de strategieën op het platform was anders niet toegankelijk geweest voor onze klanten. De kern is dat wij onze klanten toegang willen bieden tot de beste beleggers van de wereld. En lang niet alle interessante partijen bieden beleggingsfondsen aan of niet de juiste', zegt Stolker. In de oude constellatie was hij hoofd van de mandaatfondsen.

Stolker heeft gelijk als hij zegt dat de constructie zelf niet nieuw is. ABN Amro begon in 2007 met een drietal fondsen gevuld met meerdere mandaten. Vanaf 2011 is echter een begin gemaakt met het opzetten van een hele reeks van zogenoemde 'single mandate'-fondsen. Dat zijn fondsen die per fonds een mandaat bevatten, naast de bestaande multimandaatfondsen. 'We hebben toen een slag gemaakt richting actievare managers, met een hogere active share en een meer

uitgesproken beleggingsstijl binnen waarde of groei', zegt Stolker. Active share is een maatstaf om aan te geven hoeveel een fonds afwijkt van zijn benchmark.

'Voor iedere regio is nu een waaijer aan verschillende beleggingsstijlen beschikbaar. Dit maakt het mogelijk om actiever met de stijlallocatie om te gaan.'

### Actievare stijlallocatie

Hij stelt dat men halverwege 2012 van start is gegaan met het werken met de 'open architecture 2.0' en de actievare stijlallocatie. Kijkend naar het resultaat van die aanpassing, is volgens hem dat zowel de gemiddelde outperformance per jaar is toegenomen als de informatieratio. De laatste is een maatstaf voor risicogecorrigeerd rendement, beide ten opzichte van de benchmark. Stolker: 'De informatieratio van het hoogste risicoprofiel, waarin het aangescherpte beleid het beste tot uitdrukking komt, is sindsdien gestegen van 0,2 tot 0,5'.

ABN Amro Advisors werkt binnen de kaders die de strategen van de bank stellen. Zij bepaalt welke beleggingscategorieën en regio's overwogen worden. Vervolgens is ABN Amro Advisors verantwoordelijk voor de keuze voor de onderliggende beheerders en voor de juiste stijl. Stolker: 'Wij onderscheiden twee bronnen van alpha: de keuze voor de juiste stijl en de keuze voor de juiste manager binnen de stijl.'

'Heel 2015 en het grootste deel van 2016 hebben we in Europa groeistrategieën overwogen en heeft groei het ook het beste gedaan. Dat heeft te maken met het klimaat van economische onzekerheid en de lage rente. In de regel doen groeiaandelen het beter bij dalende rentes en economische onzekerheid. Beleggers zoeken dan

**'DE JUISTE  
MANAGER  
EN DE JUISTE  
STIJL, DAAR  
GAAT HET OM'**

immers veiligheid.'

'Vooral in Europa heeft onze stijlallocatie het dus goed gedaan. Sinds oktober zijn we wat stijl betreft neutraal in Europa. We hebben groei wat afgebouwd. In de Verenigde Staten is het een ander verhaal. Daar zijn we begin dit jaar al richting waardestrategieën gedraaid. De VS zijn verder in de economische cyclus en het renteklimaat is daar eerder gewijzigd. Ook deze beslissing heeft goed uitgepakt.'

Vervolgens gaat het natuurlijk om de goede managersselectie binnen een stijlcategorie. Een van de belangrijkste zaken daarbij is dat je geduld moet hebben. Je moet niet te snel afscheid nemen van een beheerder, vindt Stolker. 'Je moet een idee de kans geven om tot wasdom te komen.'

### Duurzame portefeuilles

De bank gebruikt de mandaatfondsen niet in al zijn beheerportefeuilles, al werd onlangs besloten ze ook te gaan toepassen in duurzame beheerportefeuilles. 'Hier werken wij momenteel aan.'

Bij andere portefeuilles, zoals de comfort-inkomstenportefeuille, ligt dit op het moment minder voor de hand. Dit is een core-satellite portefeuille, waarbij de kern uit in Nederland gevestigde indexfondsen bestaat. Dit is gunstig in verband met het terugvorderen van in het buitenland betaalde dividendbelasting. De mandaatfondsen zijn gevestigd in Luxemburg.

Bij advies zouden de mandaatfondsen ook gebruikt kunnen worden, maar dit is niet het geval. Stolker: 'Ook dat is een beleidskeuze van ABN Amro.' ■

**BARBARA NIEUWENHUIJSEN IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.**

## DE SELECTIECRITERIA



## WAT MAAKT EEN STRATEGIE GOED?

Een hoge active share, een geconcentreerde portefeuille en een ervaren en stabiel team. Dat is wat ABN Amro Investment Solutions zoekt voor het mandatenplatform.

'Een hoge active share maakt op de langere termijn de kans op een outperformance groter', zegt Martin Stolker van ABN Amro Advisors. Active share is een maatstaf om aan te geven hoeveel een beleggingsfonds afwijkt van zijn benchmark. De uitkomst ligt tussen de 0 en 100. Een lage uitkomst betekent nauwelijks afwijking, een hoge veel afwijking. 'Bijna alle aandelenstrategieën op ons mandatenplatform hebben een active share van ruim boven de 80.'

'Wij willen ook graag geconcentreerde portefeuilles, van maximaal 50 namen. Daarnaast moet niet te veel gehandeld worden binnen het fonds en moeten de kosten laag zijn. ABN Amro Investment Solutions kijkt verder bijvoorbeeld naar de behaalde rendementen en operationele processen. Hoe zit de organisatie in elkaar en hoe is het risicomangement geregeld?

'Waar zij ook heel goed naar kijken, zijn de teams. Er is een sterke voorkeur voor stabiele teams die samen door verschillende marktcycli zijn gegaan. Ervaring is cruciaal voor succes.

'Daarnaast heeft ABN Amro een voorkeur voor organisaties met focus. Dus als de hele organisatie gericht is op een enkele strategie, zoals in het geval van Aristotle en Pzena. We willen bijvoorbeeld niet een value manager die binnen een groeihuis werkt. Eerder spraken we in dit kader van boutiques, maar dat doet weer te veel denken aan kleine vermogensbeheerders, terwijl ze voor ons juist ook weer niet te klein moeten zijn.

'En dan moet je geduld hebben. Het kan gebeuren dat een strategie 1, 2 of 3 jaar achterblijft. Dat hoeft geen reden te zijn een strategie van het platform te verwijderen. Dit kan gewoon aan de gehanteerde stijl liggen. Nog erger dan achterblijven, is namelijk het stiekem aanpassen van de stijl. Deze zogenaamde stijldrift is echt een no-go. Dat is wat ons betreft reden om onverbiddelijk afscheid te nemen van een beheerder.

'De meest voorkomende reden om afscheid te nemen is echter een wijziging in het team. Gaat de lead-portfoliomanager weg dan is het simpel, maar ook andere wijzigingen binnen het team kunnen reden zijn om afscheid te nemen.

'Skill, daar draait het om. Maar het maken van onderscheid tussen vakmanschap en geluk is geen wetenschap. Daarom is het essentieel om te weten wie de keuzes maakt binnen een team en hoe deze tot uitdrukking komen in de portefeuille. Dan nog is het zo dat een fondsmanager goed is als hij in 55% van de gevallen de juiste keuze maakt.' ■



# Zelf collectief beleggen voor pensioen kan in een tontine

AUKE PLANTINGA BREEKT LANS VOOR IN VERGETELHEID GERAAKTE BELEGGINGSCONSTRUCTIE

**T**ontines zijn een voorloper en een combinatie van de hedendaagse beleggings- en pensioenfondsen. In een tontine worden bezittingen en inkomsten verdeeld onder de overlevende deelnemers. In de 18de eeuw werd bijvoorbeeld belegd in obligaties en met de rentebetalingen werd een pensioen vastgelegd voor de deelnemers.

Zuivere tontines komen in Nederland bijna niet meer voor en dat is jammer omdat het een prachtige bouwsteen is voor het maken van nuttige financiële producten. Tontines zijn omgebouwd tot pensioen en verzekeringsproducten en uitsluitend te kopen via verzekeraars en pensioenfondsen in de vorm van fiscaal gefaciliteerde producten.

Er zijn genoeg mensen die niet gebruik kunnen of willen maken van een fiscaal gefaciliteerd product. Via een tontine zou je met wat knip-en-plakwerk een product moeten kunnen maken dat een annuïteit maakt tegen lage kosten op coöperatieve basis. Zo zou je bijvoorbeeld een groep van duizend 67-plussers kunnen poolen en allemaal een bedrag laten storten dat vervolgens belegd wordt in obligaties en aandelen. De jaarlijkse (of maandelijkse) uitkering kan gebaseerd worden op het verdelen van de rente en dividenden van de portefeuille onder de overlevers. Naarmate er meer deelnemers komen te overlijden neemt de gemiddelde uitkering toe.

## Een pensioenfonds zonder generatieconflict

Met behulp van wat levensverzekeringswiskunde zou je de maandelijkse of jaarlijkse uitkering ook hoger kunnen maken en stabiel laten zijn door in te teren op het vermogen. Met behulp van kansrekening en een conservatief uitgangspunt kun je voorkomen dat je te veel uitkeert zodat de uitkering later verlaagd moeten worden. In principe werkt dit net zo als bij een pensioenfonds, maar dan zonder de



problemen met generatieconflicten.

Tontines kunnen ook nuttig zijn voor alleenstaanden die sparen voor hun pensioen. Die kunnen besluiten om hun individuele pensioenbeleggingen te poolen in een tontine en te verdelen onder de overlevenden op de pensioengerechtigde leeftijd. Omdat ze geen nabestaanden hebben, kunnen ze zonder probleem het deel van hun vermogen in de tontine bij onverhoopt overlijden nalaten aan de andere deelnemers. De overlevenden kunnen een pensioen opbouwen dat hoger is dan wanneer ze dat alleen zouden hebben gedaan. Een aardigheid van deze constructie is ook dat de deelnemers zelf hun eigen portefeuille zouden kunnen behouden. Zo kan iemand met een hoog risicoprofiel een andere portefeuille hebben dan iemand met een laag ri-

sicoprofiel. Wanneer een deelnemer dan overlijdt, worden zijn of haar beleggingen geliquideerd en naar rato verdeeld over de rekeningen van de andere deelnemers.

De hier voorgestelde tontines zijn niet zo heel erg ingewikkeld om te maken. Je zou dit zelf kunnen doen door een beleggingsclub op te richten met de deelnemers, een handige actuaaris of econoom om de berekeningen te maken, en de statuten uit te rusten met een afdoende tontinebeding. Ik heb er geen onderzoek naar gedaan, maar het zou me niet verbazen dat dit in de praktijk toch lastig is omdat allerlei wetgeving niet meewerkt. Ik denk bijvoorbeeld aan het erf- en successierecht bij het overlijden van een deelnemers, de mogelijkheid dat de beleggingsclub als een pensioenfonds wordt gezien, onder toezicht komt van DNB et cetera. Met andere woorden, om dit idee te realiseren zal de politiek ruimte moeten maken in de wetgeving. ■

AUKE PLANTINGA IS UNIVERSITAIR HOOFDDOCENT AAN DE RIJKSUNIVERSITEIT GRONINGEN.



# DE ENERGIETRANSITIE KAN TRUMP NIET STOPPEN MAAR VERTRAGEN KAN HIJ HET PROCES WEL DEGELIJK

Dat Donald Trump de presidentsverkiezingen won, bezorgde beleggers in de sector duurzame energie een kater. Voor de korte termijn rekent men op onzekerheid, voor de lange termijn zijn de vooruitzichten gunstig(er).

**TEKST** PATRICK BEIJERSBERGEN

**D**onald Trump is een uitgesproken ontkenner van het klimaatprobleem en geen voorstander van subsidiëring van de transitie naar duurzame energie. Sterker nog, Trump beloofde in zijn verkiezingscampagne de zwaar vervuulende steenkolenindustrie weer op de been te helpen. Het hielp hem aan de overwinning in de 'rust belt'-staten, waaronder de belangrijke swingstaat Pennsylvania, Ohio en Michigan, waar de economie al jaren kwakkelde door de verouderde industrie die er gevestigd is.

Aandelen van fabrikanten van zonnepanelen en windmolens daalden met soms tientallen procenten nadat Trump verkozen was. Toen 'president-elect' Trump herhaalde dat hij het Klimaatakkoord van Parijs en Obama's Clean Power Plan, dat de uitstoot van CO<sub>2</sub> aan banden legt, zou willen terugdraaien, kregen die aandelen nieuwe klappen.

Voor beleggers is het nu vooral

de vraag in hoeverre zijn uitspraken verkiezingsretoriek waren, gericht op de vele werknemers in oude energiesector die hun baan dreigen te verliezen of al werkloos zijn.

Volgens milieuperts staat Trump een 'reality check' te wachten zodra hij zich wat verder in de materie gaat verdiepen. Niet alleen omdat er genoeg feiten zijn die de opwarming van de aarde bewijzen, maar ook omdat er inmiddels goede economische gronden zijn om de energietransitie juist ruim baan te geven.

Econoom Thomas Friedman wees Trump in zijn column in The New York Times al fijntjes op het feit dat zonne- en windenergie in streken als Californië, Mexico en

## TRUMP WACHT EEN 'REALITY CHECK' ALS HIJ ZICH VERDER VERDIEPT

het Midden-Oosten nog maar 3 dollarcent per kilowattuur kosten, de helft van energie uit een nieuwe aardgascentrale en een kwart van de kostprijs met de allernieuwste kolencentrales. Daar komt bij dat de nieuwe technologieën nog altijd gestaag goedkoper worden, en de oude niet. In steden als New Delhi en Peking kunnen mensen bijna niet meer ademen door de luchtvervuiling, daar moeten wel alternatieven voor fossiele brandstoffen worden ingezet, nog afgezien van de kostprijs, en dat gebeurt ook.

### Kwestie van tijd

Trump is een voorstander van marktwerking en als je daarop afgaat, lijkt het een kwestie van tijd voordat duurzame energievormen de oude definitief uit de markt drukken. Hij kan de subsidies ook niet zomaar stopzetten, Amerikaanse wetgevers hebben deze in december 2015 voor jaar vastgelegd en zowel de Democraten als de Republikeinen steunden de maatregelen. Staten als Californië bepalen bovendien hun energiebeleid grotendeels zelf.

Toch zal de verkiezing van Trump



DONALD TRUMP MET EEN MIJNWERKERSHELM OP CAMPAGNE.

de energietransitie bepaald niet versnellen, daar hadden de Amerikanen Hillary Clinton voor moeten kiezen.

Jason Bordoff, die vier jaar onder Obama werkte en meehielp om het energiebeleid van de VS vorm te geven, verwacht dat Trump mogelijk de Arctische gebieden weer zal openen voor olie-exploratie. Dat kan hij natuurlijk doen, maar feit is dat marktkrachten bepalen hoe succesvol dat is. Shell stopte niet met boren in Alaska omdat het van Obama moest, maar omdat de kosten niet tegen de baten opwogen.

### Onder juridisch vuur

Bert van Dijk, energiespecialist van Het Financieele Dagblad, schreef in zijn nieuwsbrief de Boortoren dat het hem vooral interessant lijkt of en in hoeverre Trump onder juridisch vuur kan komen te liggen. Als verklaard klimaatscepticus zal hij misschien geen prioriteit willen geven aan maatregelen om de klimaatopwarming tegen te gaan, ook al levert dat in Florida nu al regelmatig overstromingen op. De ontkenning van

dit soort nauwelijks nog te ontkennen problemen kan zich ook tegen Trump keren. ExxonMobil ligt juridisch onder vuur omdat het concern aandeelhouders zou hebben misleid over de impact van klimaatopwarming. Amerikaanse kiezers kunnen het beleid gaan aanvechten, zoals Urgenda deed in Nederland, en zelfs een zaak tegen de overheid won. De rechter droeg de Staat der Nederlanden op meer maatregelen te nemen om klimaatverandering te voorkomen.

Fondsmanagers die zich concentreren op de sector duurzame energie staan de komende maanden voor een heel scala aan dilemma's. Op de korte termijn is er de grote onzekerheid over de mate waarin Donald Trump de sector dwars kan zitten, op de lange termijn is er het vraagstuk welke energievorm en welke bedrijven als winnaar uit de strijd komen.

In het BlackRock BGF New Energy Fund worden de grote zonnecellenmakers vermeden. De grootste positie in het fonds is voor de Deense windmolenbouwer Vestas. Het

Pictet Clean Energy fund zet vooral in op technologiebedrijven en chipmakers die zich richten op het verbeteren van de energie-efficiëntie, zoals het Duitse Infineon.

Thiemo Lang, fondsmanager van het RobecoSAM Smart Energy Fund, doet dat ook. Een kwart van zijn portefeuille zit in de halfgeleidersector, omdat daar de grote winst geboekt gaat worden met 'power management'. Ook de toepassingen rond het 'internet of things' biedt voor deze bedrijven veel kansen, meent hij.

### Geen zonnepanelen

Lang vermijdt ook de zonnecellenmakers omdat fundamentele ontwikkelingen daar al langer verslechteren. Er is een situatie van overcapaciteit die sterk op de prijzen van zonnepanelen drukt en dat is er door de Amerikaanse verkiezingsuitslag niet beter op geworden.

Overigens verwacht Lang dat de komende president Trump zal moeten inzien dat investeren in duurzame energie in de VS veel meer banen kan opleveren dan het steunen van de oude olie- en steenkoolproducenten. De complexiteit en omvang van de duurzame krachtcentrales maakt dat deze veel arbeidsintensiever zijn dan de traditionele.

De combinatie van grotere banengroei, lagere energieprijzen en minder vervuiling zal uiteindelijk zelfs voor iemand als Donald John Trump de bezwaren tegen de transitie naar duurzame energie weg nemen, meent Lang. Voor beleggers zijn de vooruitzichten voor deze sector daarom nog altijd gunstig op de lange termijn, maar vermoedelijk wat onbestendig op de korte. ■

**PATRICK BEIJERSBERGEN IS HOOFDREDACTEUR VAN EFFECT, HET BELEGGINGSBLAD VAN DE VEB EN AUTEUR VAN 'BELEGGEN KUN JE ZELF 2017'.**



# MULTI-ASSET BEWIJST ZIJN WAARDE

**Beleggingen flexibel spreiden over meerdere categorieën, mits gebaseerd op hoogwaardig onderzoek en met een scherp oog voor risicobeheersing, is een uitstekend alternatief voor traditionele defensieve portefeuilles. Dat blijkt uit de bijzondere prestaties van het First Class Multi Asset fonds van NN Investment Partners.**

**L**age groei, lage inflatie, hoge volatiliteit: macro-economisch en geopolitiek zijn de omstandigheden voor beleggers niet gemakkelijk. Ze moeten zorgvuldig hun weg kiezen, zich bewust van de risico's, alert op mogelijke schokken. Een defensieve portefeuille ligt dan voor de hand. Traditioneel zal die vooral gevuld zijn met (staats)obligaties, maar dat komt er in deze omstandigheden op neer dat de belegger genoeg neemt met een miniem rendement.

Dat het ook anders kan blijkt uit de Multi-asset aanpak van NN Investment Partners (NN IP).

Multi-asset, het spreiden van belegd vermogen over verschillende asset classes, won de afgelopen drie jaar snel aan populariteit. Volgens cijfers van Broadridge trokken Europese multi-asset fondsen in 2014 en 2015 per kwartaal ongeveer 30 miljard euro aan, met uitschieters tot meer dan 60 miljard euro.

#### **FLEXIBEL ALTERNATIEF**

Het NN IP lanceerde in oktober 2011 al het First Class Multi Asset fonds (FCMA). Multi-Asset, maar geen gewoon mixfonds. "We wilden beleggers een alternatief bieden voor de traditionele obligatieportefeuille, zo zegt Ewout van Schaick,

hoofd Multi-Asset Portfolios bij NN IP. "Het idee was bij een vergelijkbaar risicoprofiel asset classes op te zoeken met een hoger verwacht rendement en met een relatief flexibele allocatie snel in te kunnen spelen op onverwachte gebeurtenissen en marktontwikkelingen."

Nu het fonds net zijn vijfjarig bestaan heeft gevierd, kan een tussenbalans worden opgemaakt. Die ziet er keurig uit: met een jaarlijks gemiddeld rendement van 6,1 procent bij een volatiliteit van 4,1 procent – de cijfers zijn van eind oktober 2016 – heeft het FCMA zijn eigen doelstellingen overtroffen. Bovendien is het rendement stabiel gebleken. Op maandbasis is het al die jaren binnen de bandbreedte van

**ROBUUSTHEID EN  
VEILIGHEID ZIJN HET  
UITGANGSPUNT**

## NN FIRST CLASS MULTI ASSET

- Flexibele, wereldwijde spreiding over alle beleggingscategorieën
- Complete dynamische portefeuilles
- Aandacht voor kansen én risicobeheersing
- Voorkeur voor liquide beleggingsinstrumenten
- Streven naar een aantrekkelijk rendement ongeacht marktomstandigheden

minus 3 tot plus 3 procent gebleven. Ook in de maanden met wereldwijd grote koersdalingen, konden grote uitschieters naar beneden worden voorkomen.

### RENDEMENT ONGEACHT MARKT

Het is volgens Van Schaick vooral risicobewustzijn dat tot deze resultaten heeft geleid. “Dat kenmerkt onze aanpak. Daar hoort ook een hoge mate van flexibiliteit bij, waardoor we ons snel kunnen aanpassen aan veranderende omstandigheden. De prestaties zijn dus niet alleen te danken aan het feit dat dit fonds put uit verschillende rendementsbronnen.”

De flexibiliteit blijkt bijvoorbeeld uit de afwezigheid van een benchmark. Van Schaick: “De robuustheid en veiligheid van het fonds zijn altijd het uitgangspunt, niet de noodzaak van een willekeurige benchmark te volgen. Wij streven naar een aantrekkelijk rendement onafhankelijk van een benchmark of van de marktomstandigheden. Zo zijn het FCMA, maar ook het in 2014 geïntroduceerde meer offensieve FCMA Premium, heel goed in staat gebleven in tijden van

volatiliteit en stress op de financiële markten stabiel te blijven.”

### BELEGGERSGEDRAG

NN IP is ervan overtuigd dat dit mede te danken is aan het diepgaande en kwalitatief hoogwaardig onderzoek dat aan deze aanpak ten grondslag ligt. Ook in dit opzicht heeft NN IP nadrukkelijk zijn eigen weg gekozen. “Zeer ervaren strategen en portfoliomanagers zijn verantwoordelijk voor de data-analyse”, licht Van Schaick toe.

“We combineren de fundamentele economische research met uitgebreide analyses van de psychologie van de markten en het gedrag van beleggers. De laatste jaren betrekken we daar ook steeds vaker data bij uit social media en digitale nieuwsbronnen. Wij zien dat gedrag van beleggers vaak van grote invloed is op de marktdynamiek op de korte termijn. Zo kunnen we in een vroeg stadium heftige marktbevingen identificeren en kunnen we ook – voordat anderen dat doen – de nieuwe mogelijkheden zien die met die marktbevingen gecreëerd worden.”

### CONTACT:

Iwan Brouwer, Senior Client Portfolio Manager  
Iwan.Brouwer@nnp.com

Lees meer over de Multi-Asset strategieën van NN Investment Partners op [nnp.com](http://nnp.com).



De informatie in dit artikel is uitsluitend opgesteld ter informatie en is geen aanbod noch een uitnodiging om effecten of een beleggingsinstrument te kopen of verkopen of om deel te nemen in een handelsstrategie. Deze publicatie is uitsluitend bedoeld voor gebruik door media. Hoewel de inhoud van dit artikel met de meeste zorg is samengesteld en gebaseerd is op betrouwbare informatiebronnen, wordt er geen enkele uitdrukkelijke of impliciete garantie of verklaring gegeven omtrent de juistheid of volledigheid van de informatie. De informatie in dit artikel kan zonder voorafgaande kennisgeving worden gewijzigd. NN Investment Partners B.V., NN Investment Partners Holdings N.V. en haar dochtermaatschappijen, noch enig andere vennootschap of onderdeel dat behoort tot de NN Group, noch een van haar functionarissen, haar directeuren of werknemers aanvaarden enige aansprakelijkheid of verantwoordelijkheid met betrekking tot de hierin opgenomen informatie of mogelijke aanbevelingen. De waarde van uw belegging kan fluctueren. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. Op deze disclaimer is Nederlands recht van toepassing.

# HET KAN LONEND ZIJN OM MEER TE DIVERSIFICEREN

## DE PORTEFEUILLECONSTRUCTIE VERLANGT MEER ACTIVITEIT

De correlaties tussen de beleggingscategorieën zijn sinds de financiële crisis gestegen, waardoor beleggers meer moeite hebben om risico's te spreiden. Nieuwe trends op aandelen- en obligatiemarkten kunnen dit veranderen.

**TEKST** ANTON REIJINGA

**I**ntuïtief bieden aandelen en obligaties enig tegenwicht aan elkaar. Aandelen zouden het goed moeten doen in een situatie van uitbundige groei en groeiende risicobereidheid. Obligaties zouden daarentegen in mindere economische en risicooverse tijden een solide buffer moeten vormen. Beleggers stonden in hun allocatiebeslissingen vooral voor de keuze tussen aandelen of obligaties. Waren ze optimistisch, dan gingen de flows richting aandelen, werden ze somberder, dan gingen die richting obligaties.

Dit veranderde door de val van Lehman Brothers. Terwijl beleggers naar de uitgang renden, sloegen alle flows om naar negatief. De correlaties tussen beleggingscategorieën naderden de 1. De modellen die historische correlaties en rendementen als invoer gebruikten bij het bepalen van de optimale mix zaten ernaast en de vermeende bescherming van diversificatie was ver te zoeken.

Wie dacht dat dit een eenmalige schok was en dat de markten snel weer zouden terugkeren naar 'normale' omstandigheden, had het ook mis. Centrale banken wereldwijd gingen de grote recessie die volgde te lijf door zich intensief met de markten te bemoeien. Het effect van kwantitatieve verruiming, die over het algemeen neerkwam op interventie door middel van het opkopen van obligaties, stuwde de waarderingen.

De opkopen dreven de obligatiekoersen op en de rente omlaag. De vrijgekomen middelen moesten in risicovollere beleggingen worden gestoken en ook de verdisconteringsvoet voor toekomstige inkomsten,

## EINDE VAN DE BULLMARKT VOOR OBLIGATIES IS NU NABIJ

of dividenden in het geval van aandelen, daalde mee. Op enkele tegenslagen na – zoals rond de eurocrisis – waren de fondsstromen vooral positief. Een rally in zowel aandelen als obligaties was het gevolg.

### Grote rotatie

Maar hierin lijkt nu verandering te komen. Monetair beleid lijkt steeds minder in staat de rente te drukken. En beleggers kijken intussen reikhalzend uit naar de fiscale stimulus, die hen in het vooruitzicht wordt gesteld door nieuwe, populistisch georiënteerde politieke leiders.

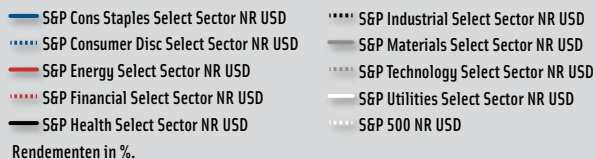
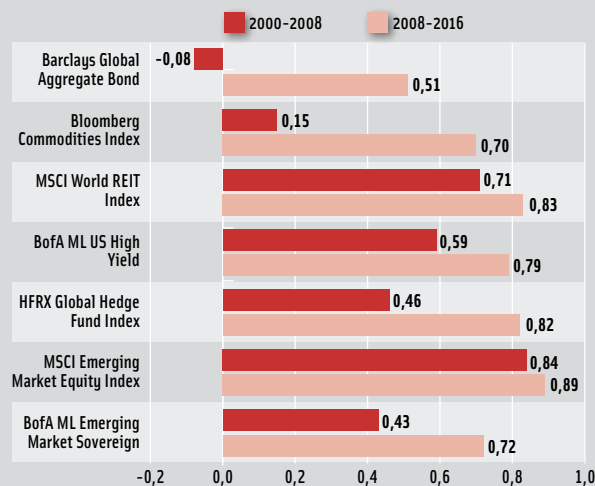
Met de verrassende verkiezing van Donald Trump als volgende president van de Verenigde Staten raakten de flows in een versnelling. Onderzoekers van Bank of America Merrill Lynch (BofAML) spraken in dit verband al van 'de grote rotatie'. De instroom van \$ 28 mrd voor aandelenfondsen in een week tijd was de grootste in twee jaar. De uitstroom uit obligatiefondsen was met \$ 18 mrd tegelijkertijd de grootste in drieënhalftjaar.

Verschillende strategen – waaronder de vooraanstaande obligatie-



## Correlaties nemen toe

Correlaties van verschillende beleggingscategorieën met de MSCI World Index, per eind 2de kwartaal (links) en de sectorrendementen in de VS in november (rechts)



Bron: State Street Global Advisors, Bloomberg.

INFOGRAPHIC: KIM RAAD

belegger Michael Hasenstab, chief investment officer van Franklin Templeton – zien het oplopen van de rente en de sterke dollar definitief het einde inleiden van de bullmarkt in obligaties die al meer dan drie decennia aanhoudt, enkele onderbrekingen daargelaten.

## Nieuwe variaties

Als er werkelijk een bearmarkt in obligaties aanstaande is, klinkt dat niet aantrekkelijk voor de categorie. Maar als economische groei en flows weer een belangrijker rol gaan spelen, geeft dat beleggers in elk geval weer houvast bij het bepalen van hun optimale beleggingsmix. Omdat het tij niet langer alle boten doet stijgen, zullen sommige subcategorieën meer profiteren dan andere.

Het vooruitzicht van oplopende kapitaalmarktrentes maakt vooral staatsobligaties minder aantrekkelijk. Maar bijvoorbeeld high-yield-obligaties gedijen beter bij aan-

trekkende economische groei. Ook schulden van opkomende landen reageren verschillend op bijvoorbeeld de dollarkoers of de olieprijs. 'De tijd van het innen van coupons is voorbij', vatte chief investment officer fixed income Nick Gartside van JP Morgan Asset Management samen op het Fondsnieuws-event Investment Outlook 2017. Om koersverlies te voorkomen, is actiever management volgens hem onontbeerlijk.

En ook binnen aandelen zijn duidelijk sectoren te onderschei-

## NEW KIDS ON THE BLOCK: HIGH YIELDS, GRONDSTOFFEN EN EM-DEBT

den die beter reageren op de wijzigende marktomstandigheden dan andere. Aandelen met defensieve kenmerken, zoals nutsbedrijven en vastgoedfondsen, hebben het recent minder goed gedaan. Terwijl cyclische waarden, zoals financials en duurzame consumptiegoederen, juist hebben geprofiteerd van betere groeivoorzichten en hogere verwachtingen voor rente en inflatie.

Allocatiestrategen blijven op zoek naar alternatieve beleggingen, waarvan de rendementen een lage correlatie vertonen met aandelen of obligaties. Grondstoffen maken wat dit betreft een comeback. Veel producenten hebben afgelopen jaren hun capaciteit verkleind of hebben de deuren gesloten. Als de vraag naar grondstoffen weer toeneemt, kan dit de prijzen snel opdrijven. Ook staan ze bekend als hedge tegen inflatie. ■

ANTON REIJINGA IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.

# LIQUIDITEITSZORGEN TERUG OP DE AGENDA

## TOEZICHTHOUDER VERHOOGT EISEN GELDMARKTFONDSEN

Fondsen die zich richten op schuld papier met een zeer korte looptijd zijn essentieel voor een goede werking van kapitaalmarkt en reële economie. Nu de obligatierente oploopt, is de zorg om liquiditeit weer helemaal terug.

**TEKST** CEES VAN LOTRINGEN

**H**et is een gedeelte van de markten dat amper media-aandacht krijgt: de geldmarkt. Alleen als onzekerheid en onrust grip krijgen op het sentiment en men vrees voor trendwijzigingen en rotatie in de assetallocatie, dan komt dit segment in het nieuws. Dat was ook nu het geval: beleggers anticipeerden op een rentestap door de Amerikaanse centrale bank. Maar institutionele beleggers weten niet hoe groot die stijging zal zijn en om hoeveel stappen het gaat. Daarom stapten ze deze zomer uit obligaties en parkeerden hun overtollige cash onder meer in geldmarktfondsen.

Dat heeft een prijs, zegt Menno van Eijk, portefeuillemanager Money Markets van NN Investment Partners. Om liquiditeit te parkeren in een dergelijk fonds moet de belegger het fonds op dit moment, afhankelijk van de looptijd van één tot drie maanden, tot wel 45 basispunten

betalen. Dat is relatief aantrekkelijk, want bij de banken betaal je voor het aanhouden van cash 90 basispunten.

Institutionele beleggers vinden het dan ook prettig om overtollig geld, of geld zonder een directe bestemming, in geldmarktfondsen te parkeren die zich op kort rentedragend papier richten, zoals schuld van staten, bedrijven en semioverheden. Het aantrekkelijke van deze geldmarktfondsen is namelijk dat je er snel bij kan. Die liquiditeitspremie is geld waard nu de markten worden gedreven door sentiment, hetgeen kansen biedt om korte(re) ritjes te maken en rendement te behalen.

Een voorbeeld daarvan is de

**'MISMATCH IN  
LIQUIDITEIT IS  
MOMENTEEL  
BIJZONDER  
HOOG'**

marktreactie op de verkiezingszege van Donald Trump op 8 november. De Japanse Nikkei verloor in de nacht volgend op zijn zege meer dan 5%. Maar toen Trump in de vroege morgen van 9 november zijn zege claimde en op twee fronten een tipje van de sluier van zijn toekomstig beleid oplichtte – verlaging van de winstbelasting voor bedrijven en massieve investeringen in de Amerikaanse infrastructuur – spotten de markten vooruit: Amerikaanse aandelenindices schreven vijftien handelsdagen achtereen positieve slotstanden bij, de instroom in aandelen-etf's bereikte in november een recordstand, de dollar steeg, evenals de rente, terwijl obligatiekoersen daalden. Het lijkt erop dat de 25-jarige bullmarkt voor obligaties ten einde loopt. Het is dan verstandig het kruis even droog te houden, zegt Van Eijk.

De geldmarkt is het oliemanneetje van de financiële markten. Het kort in- en uitlenen van geld is essentieel voor bedrijven, bijvoorbeeld ten behoeve van het werkkapitaal. Maar ook voor banken die opeens

worden geconfronteerd met klanten die op grote schaal over hun spaartegoeden of rekening-courant willen beschikken. Weliswaar staat de centrale bank klaar als 'lender of last resort', maar om die optimaal te laten functioneren is een goed werkende geldmarkt essentieel, stelt Van Eijk.

### De lessen van 2008

Bij de crisis van 2008 werd duidelijk hoe groot de impact van de geldmarkt(fondsen) op de kapitaalmarkt én op de reële economie wel kan zijn. Toen zakenbank Lehman Brothers op 15 september 2008 ten onder ging, kwamen enkele geldmarktfondsen ernstig in de problemen. In één week onttrokken beleggers maar liefst \$300 mrd. Hierdoor droogde het geld op en dat zorgde voor paniek op de markten. Centrale banken sprongen met omvangrijke kredietlijnen bij, vooral aan commerciële banken in de VS en Europa.

Assetmanagers als BlackRock, Vanguard en Fidelity besloten hierop om geldmarktfondsen te fuseren, terwijl de Amerikaanse beurstoezichthouder SEC sinds 2010 meerdere maatregelen heeft genomen om de liquiditeitsrisico's te verminderen. Recent heeft de SEC nieuwe maatregelen afgekondigd, ingegeven door de inschatting dat de bullmarkt voor obligaties voorbij is en dat beleggers af willen van het papier met een zeer lage of zelfs negatieve rente.

Fitch spreekt in dat verband voor Europa van een 'liquidity mismatch' die 'zorgwekkend hoog' is. Het ratingbureau meent dat de dagelijkse liquiditeit onhoudbaar is.

De maatregelen van de SEC houden in dat zowel geldmarktfondsen als overige beleggingsfondsen en etf's verplicht zijn liquiditeit aan te houden, zodat beleggers binnen zeven dagen uit een fonds kunnen stappen. Tegelijkertijd zijn de

boekhoudregels aangepast: geldmarktfondsen worden niet langer vastgesteld tegen een zogenoemde 'fixed NAV' van 1 dollar, maar worden gewaardeerd tegen marktprijzen. Volgens Van Eijk was die vaste NAV juist een van de aantrekkelijke karakteristieken van een geldmarktfonds, omdat het feitelijk beoordeeld werd als cash en geen effect had op de winst-en-verliesrekening. Wel deed de SEC een concessie: deze fondsen hoeven geen 'liquidity risk management program' aan te houden en te rapporteren, zoals openend beleggingsfondsen en etf's nu wel moeten doen.

Een uitzondering op deze regel zijn geldmarktfondsen die uitsluitend in Amerikaanse staatsobligaties zijn belegd. Bij kortlopend bankpapier, dat een gemiddelde looptijd heeft van 40 tot 50 dagen, moeten de geldmarktfondsen verplicht liquiditeit aanhouden.

Van Eijk van NN IP vertelt dat in Europa al veel meer aangepast was en niet veel wijzigingen in de struc-

tuur van de geldmarktfondsen nodig zijn. Hij wijst er wel op dat in Europa nog een aanpassing volgt: fondsen moeten in staat zijn om 10 tot 15% van het beheerde vermogen binnen drie dagen liquide te maken.

De stijging van de Amerikaanse rente, anders dan die in de eurozone, werkt door in de markt. 'Van Eijk: 'Institutionele beleggers speelden daar de afgelopen maanden op in. Op het allerlaatste moment stapten velen over van euribor- naar libor-fondsen. Voor bedrijven zorgt dat voor hogere financieringskosten.'

Van Eijk ziet voor geldmarktfondsen wel een nieuwe categorie klanten. 'Omwille van diversificatie wordt door bedrijven nu een actiever beheer gevoerd, hetgeen het rendement ten goede komt. Vooral uit Zuid-Europa en van buiten Europa zien we dat er behoefte is aan cashflow in euro's. Daar profiteren geldmarktfondsen van.'

**CEES VAN LOTRINGEN IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.**



FOTO: HOLLANDSE HOOGTE



# Veiligheid, liquiditeit en rendement

## Q&A met James Dudnick, CFA, Portfolio Manager Allianz US Short Duration High Income

Voor beleggers die de rentevergoedingen in Europa laag vinden en zich zorgen maken over de neerwaartse risico's van staats- en bedrijfsobligaties kan de Amerikaanse obligatiemarkt een uitkomst bieden. Allianz US Short Duration High Income is een high yield strategie die liquiditeit en veiligheid voorop stelt en zich niet laat leiden door een benchmark.

Het is een cliché dat alle high yield-obligaties riskanter zijn dan investment grade-obligaties. BB-kwaliteit obligaties kunnen keurig aflossen terwijl emittenten van BBB-kwaliteit obligaties in betalingsproblemen kunnen raken. Bedrijfsfundamentals zijn daarom belangrijker dan de credit rating.

High Yield obligaties kunnen ook prima dienen als defensieve bouwsteen als u investeert in een strategie waar de fondsbeheerder zich niet laat leiden door een index en het renterisico minimaliseert. Allianz US Short Duration High Income is zo'n strategie.

### Wat maakt Allianz US Short Duration High Income zo bijzonder?

Wat we doen is geen hogere wiskunde. De portefeuille bestaat uit kortlopende obligaties van 50 – 70 emittenten die een aantrekkelijke rente bieden en waarvan het team verwacht dat ze 'normaal' zullen aflossen op of voor het einde van de looptijd. Veiligheid en stabiliteit staan voorop bij het nemen van beleggingsbeslissingen; een aantrekkelijk rendement komt daarna. Deze volgorde van doelen heeft tot gevolg dat de strategie gedurende een marktcyclus voor zo'n 70% van het rendement op de high yield-markt zal meeprofiteren. We accepteren dus een lager gemiddeld rendement. Daar staat echter tegenover

dat de strategie minder dan een derde van het risico van de high yield markt kent.

De historische Sharpe Ratio van Allianz US Short Duration High Income is meer dan twee keer zo hoog als een 'normale' high yield-index en de beweeglijkheid, gemeten in volatiliteit, van de strategie is lager dan 5-jaars Bunds en de Barclays Euro Aggregate Bond Index. Sinds oprichting in 1996 heeft de strategie ieder kalenderjaar een positief rendement behaald – zelfs in jaren waarin de brede high yield-markt aanzienlijke koersdalingen te verduren kreeg.

### Hoe past het fonds in een beleggingsportefeuille?

De strategie is minder geschikt als instrument om op de brede high yield-markt te beleggen – bijvoorbeeld om te positioneren voor een herstel van de high yield markt. Wij adviseren de strategie te gebruiken als defensieve bouwsteen. Daarmee kan Allianz US Short Duration High Income dus prima de functie overnemen die een traditionele obligatieportefeuille de laatste decennia heeft gehad.

Veel beleggers voelen zich momenteel oncomfortabel bij de afweging tussen risico en rendement van een traditionele obligatieportefeuille. Zij zijn daarom op zoek

naar alternatieven die als defensieve bouwsteen kunnen dienen. Allianz US Short Duration High Income is geschikt voor beleggers die het risico van een traditionele, gemengde obligatieportefeuille aanvaardbaar vinden.

### Wat zijn opvallende kenmerken van het beleggingsproces?

We kijken binnen het high yield-universum naar obligaties met een maximale looptijd van 5 jaar en streven naar een gemiddelde looptijd van 1,5 tot 2 jaar voor de strategie. Veiligheid en stabiliteit staan voorop. We zullen dus nooit beleggen in emittenten met een riskant business model in ruil voor een hoger rendement. De portefeuille is relatief geconcentreerd en bestaat uit obligaties van 50 – 70 emittenten waarvan we geloven dat ze een volledige business cycle kunnen overleven. En die zijn altijd te vinden in het high yield universum, zelfs in barre tijden.

We willen niet beleggen in de 30 – 40% van het high yield universum waar een faillissementsrisico aan kleef. Onze strategie is op vermogensbehoud gericht en daarom kijken we eerst naar het risico en dan pas naar het rendement. Dit is een zeer ongebruikelijke aanpak: de meeste high yield beleggers in de VS en in Europa denken eerst aan het rendement en accepteren daarvoor vervolgens een bepaald risico.

(ADVERTENTIE)

Onze analyse van emittenten richt zich niet alleen op hoeveel cashflow een onderneming genereert, maar kijkt ook naar het business model. We stellen onszelf de vraag of het bedrijf over 10 jaar nog wel bestaansrecht heeft. We denken niet aan benchmarks: Als we denken dat een onderneming de cyclus niet kan overleven, dan investeren we er niet in. Ook kijken we altijd naar de toegevoegde waarde van een kandidaat-belegging ten opzichte van de rest van de portefeuille. Bij elke kandidaat-belegging stellen we ons de vraag: zal hierdoor het risico van de huidige beleggingsportefeuille afnemen?

Als we ons zorgen maken over de levensvatbaarheid van een investering, dan gaan we waarschijnlijk over tot verkoop – zoals we een paar jaar geleden bij warenhuisketen JC Penney deden. Binnen onze verkoopdiscipline is het koersniveau echter geen bepalende factor.

### Welke factoren verklaren de performance van het fonds?

Onze voorkeur voor kwaliteitsbedrijven heeft geleid tot stabiele, positieve rendementen. Ook de afgelopen 12 maanden heeft de strategie conform

onze verwachtingen gepresteerd. De Amerikaanse economie groeit, zij het langzaam, en wij beleggen vooral in groeiende bedrijven. Wij zitten gemiddeld genomen in obligaties met kredietrating BB of hoger. Dat is een van de factoren die stelselmatig een positieve bijdrage aan de performance heeft geleverd. Investeerders in een marktgerichte high yield strategie hebben onlangs de pijn gevoeld van de brede sell-off. Vaak wordt de vraag gesteld aan high yield portefeuillemanagers hoeveel faillissementen zij in portefeuille hebben gehad. De meesten zullen dan “nul” zeggen, omdat het niet moeilijk is zo'n obligatie een dag voor het officiële faillissement tegen elke prijs te verkopen. Een relevantere vraag is derhalve: hoeveel obligaties heb je voor minder dan 60% van de nominale waarde verkocht? Dat zou een verlies van op zijn minst 40% betekenen. Veel obligaties zijn recent op zeer lage niveaus verkocht, met negatieve performances tot gevolg. Binnen Allianz US Short Duration High Income hebben wij sinds oprichting niet alleen een positief rendement in elk kalenderjaar laten zien; wij hebben ook nog nooit een obligatie voor minder dan 60% van de nominale waarde verkocht.

(ADVERTENTIE)

### Het Allianz US Short Duration High Income Bond Fund

Superieure voor risico gewogen rendementen door stabiliteit en veiligheid voorop te stellen.



#### Stabiele performance

- Sinds oprichting in elk kalenderjaar een positief rendement.



#### Focus op kwaliteit

- Kwaliteit en veiligheid staan voorop; rendement komt daarna
- Uitsluitend emittenten waarvan het team overtuigd is dat ze een business cycle zullen overleven
- Relatief weinig rentegevoeligheid



#### Research

- Diepgaande credit research gericht levensvatbaarheid van emittenten



“Het is een cliché dat alle high yield-obligaties riskanter zijn dan investment grade-obligaties.”

James Dudnick, CFA  
Portfolio Manager

### Allianz US Short Duration High Income

#### Oprichting

In 1996 (op managed account-basis)

#### Benchmark

Merrill Lynch 1 – 3 Years BB-B  
US Cash Pay High Yield Index

#### Aandelenklassen

R (H2-EUR) – EUR

ISIN: LU1377965386

RT (H2-EUR) – EUR

ISIN: LU1377965469

(Er zijn nog meer aandelenklassen beschikbaar)

#### Contactpersonen

Robert Koopdonk

Tel. +31 6 20 44 85 70

Peter van Meerveld

Tel. +31 6 10 22 87 93

Tim Soetens

Tel. +31 6 31 99 43 81

**Allianz**   
Global Investors

Understand. Act.

# 'WE DACHTEN EEN HOGERE PREMIE TE OOGSTEN'

## DE FACTOR 'VALUE' BLEEF DE AFGELOPEN PERIODE ACHTER

Sinds een jaar bestaan de actieve beheerportefeuilles van Rabobank voor een derde uit factorfondsen. Chief investment officer Han Dieperink is tevreden, maar ziet nog wel verbeterpunten.

**TEKST** BARBARA NIEUWENHUIJSEN

**E**en outperformance van actieve fondsen is vaak toe te schrijven aan een overweging van waarde aandelen of smallcaps, constateerde chief investment officer (cio) Han Dieperink van Rabobank twee jaar geleden. Factorfondsen die systematisch een factor als waarde, momentum of 'kwaliteit' bespelen, zouden daarom weleens een goed alternatief kunnen zijn voor dure actieve fondsen. Een voordeel ten opzichte van puur passieve fondsen is aan de andere kant dat factorfondsen kans bieden op het behalen van een outperformance. Klassieke trackers blijven per definitie na kosten achter bij de index die ze volgen.

Destijds bestond het aandelen gedeelte van Rabobanks beheerportefeuilles voor de helft uit klassieke brede indextrackers en voor de andere helft uit actieve beleggingsfondsen. Voor obligaties is dit nog altijd het geval. Een jaar geleden besloot Dieperink het roer om te gooien en



HAN DIEPERINK FOTO: BINH TRAN

een derde van het aandelen gedeelte in de Beheerd Beleggen Fondsenportefeuilles (tegenwoordig Beheerd Beleggen Actief) in te ruimen voor actieve fondsen, een derde voor klassieke indextrackers en een derde voor factorfondsen. Een vooruitstrevende stap. Fondsnieuws is benieuwd hoe dit tot nu toe bevallen is.

Kijk je naar het rendement, dan is de conclusie dat het factorgedeelte van de portefeuille het de afgelopen 12 maanden na fondskosten 57 basispunten beter gedaan heeft dan de index, vertelt Dieperink. De kosten

die Rabobank vervolgens nog rekent voor portefeuillebeheer zijn van dit rendement echter nog niet afgetrokken. Dieperink: 'Nee, uiteindelijk is het de bedoeling ook die kosten goed te maken, maar dit is al beter dan passief beleggen in de index.'

De outperformance van 0,57% na fondskosten is echter lager dan Rabobanks prognose met betrekking tot de te oogsten factorpremie op lange termijn. 'We gaan ervan uit dat we een factorpremie van zo'n 150 basispunten kunnen oogsten, maar dit valt over de afgelopen 12 maanden dus iets lager uit.'

Hoe dat komt? Het factorgedeelte in de portefeuilles zelf is ook opgedeeld in drie delen: twee actieve delen en één passieve. De actieve delen bestaan uit twee actieve multifactorfondsen: Allianz Best Styles en Robeco Multi Factor. Het passieve deel bevat zes single factorfondsen (vijf van iShares en één van Vanguard).

De losse BlackRock-trackers spelen elk in op een eigen factor: value, momentum, kwaliteit, size en minimum volatility. 'Omdat size over het algemeen een tilt naar midcaps heeft,



hebben we daar apart een small-captracker aan toegevoegd', vertelt de cio. Zo creëerde hij in feite zelf een derde multifactorfonds. Bij inrichting van de portefeuille was van iShares nog geen multifactorfonds voorhanden. Inmiddels is die er wel, maar Dieperink is daar vanwege de kostenbelading nog niet op overgegaan.

## Multifactorfondsen

Hij heeft overigens een voorkeur voor multifactorfondsen omdat in het ene scenario de ene factor outperforms en in het andere een tweede factor beter scoort. 'Zo blijft de boel in evenwicht.'

Kijk je naar de rendementen van de verschillende fondsen, dan valt op dat het fonds van Allianz het slechtst presteerde met een rendement van -0,4% over de afgelopen 12 maanden, tegenover 2,8% voor de MSCI All Country Index. Dit komt volgens Dieperink echter doordat de value-factor in dit fonds 'stevig is aangezet, in een periode dat deze factor duidelijk achterbleef bij de markt'. Overigens is er sprake van 'een bemoedigende outperformance van de value-factor' in de eerste weken van november.

Het Robeco-fonds profiteerde van de outperformance van low-vol en doet het daardoor met een rendement van 5,9% tegen 2,8% van de index, juist weer heel goed. Daarmee werd in feite het negatieve rendement van het Allianz-fonds ruimschoots gecompenseerd.

Kijk je naar de rendementen van de individuele factorfondsen, dan zie je dat de value-tracker met een rendement van 0,5% het laagste rendement heeft behaald. Voor de passieve fondsen is het volgens Dieperink overigens het meest zuiver om de MSCI World als referentie-index te nemen, omdat de fondsen zelf deze index als moederindex gebruiken. Dit houdt in dat

## Vooraf 'low volatility' en 'smallcaps' deden het goed

Een overzicht van de fondsen in het factorgedeelte van de actieve Rabo-beheerportefeuilles en hoe zij het gedaan hebben

	Performance 12 maanden	Gewicht	Gewogen performance	Index	Under-/outperformance
Allianz Best Styles	-0,4%	10%	-	-	-
Robeco Multifactor	5,9%	10%	-	-	-
<b>Subtotaal</b>	-	<b>20%</b>	<b>2,77%</b>	<b>2,80%</b>	<b>-0,04%</b>
iShares Value	0,5%	2%	-	-	-
iShares Momentum	3,0%	2%	-	-	-
iShares quality	0,9%	2%	-	-	-
iShares Size	3,9%	2%	-	-	-
iShares Minvol	7,2%	2%	-	-	-
Vanguard Small Caps	4,9%	3%	-	-	-
<b>Subtotaal</b>	-	<b>13%</b>	<b>3,5%</b>	<b>2,00%</b>	<b>1,50%</b>
<b>Totaal factordeel</b>	-	<b>33%</b>	<b>3,06%</b>	<b>2,48%</b>	<b>0,57%</b>

Rendementen tot en met oktober.

Bron: Rabobank

### TABEL: KIM RAAD

deze trackers op grond van verschillende criteria aandelen selecteren uit de MSCI World Index. Deze index behaalde de afgelopen 12 maanden tot en met oktober een rendement van 2%. De actieve fondsen beleggen ook in opkomende markten, daarom zet Dieperink die af tegen de MSCI All Countries.

De minimum volatility-etf deed het met een rendement van 7,2% duidelijk het beste. Ook het extra toevoegen van smallcaps bleek een goede zet, want dit fonds rendeerdde 4,9%, tegen 2% voor de index.

Hoewel de totale outperformance van het factordeel tot nu toe wat achterblijft bij Dieperinks verwachtingen, is dit voor hem nog geen reden iets aan zijn allocatie te veranderen op dit punt 'We zijn natuurlijk in de portefeuilles ook pas een jaar bezig.'

## Gesprekken over details

Wel voert hij 'over details' gesprekken met de fondshuizen, bijvoorbeeld over de exacte definitie van de factor value in het Allianz-fonds of het minimaliseren van het aantal transacties binnen de size-factor, zo zegt hij.

Ook kijkt hij uiteraard naar factorfondsen van andere aanbieders. De verschillen tussen de multifactorfondsen op de markt zijn echter groot, wat vergelijken moeilijk maakt, vindt Dieperink. Naast iShares bieden ook Deutsche en Vanguard singlefactorfondsen aan. Maar Vanguard biedt de factor 'quality' niet aan en Deutsche heeft size niet in het aanbod zitten.

Leg je de fondsen verder naast elkaar, dan valt op dat het rendement van de iShares value-etf lager is dan de value-trackers van de concurrentie. Dit komt doordat iShares de MSCI Enhanced Value Index gebruikt en anderen vaak de 'gewone' MSCI Value Index. Het verschil zit hem erin dat de enhanced index dezelfde sectorallocatie kent als de moederindex (de MSCI World). Hiermee voorkom je volgens Dieperink dat je in een zogenoemde 'value trap' valt. Over een langere periode gezien doet de enhanced index het volgens Dieperink wel beter dan de 'gewone'.

BARBARA NIEUWENHUIJSEN IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.

# Nu worden de vermogenden

Volgend jaar verandert het tarief voor de vermogensrendementsheffing, wordt het fiscaal gefaciliteerde pensioen van de dga uitgefaseerd en doet het zogenoemde UBO-register zijn intrede. Wat wijzigt er zoal op het gebied van vermogensregie?

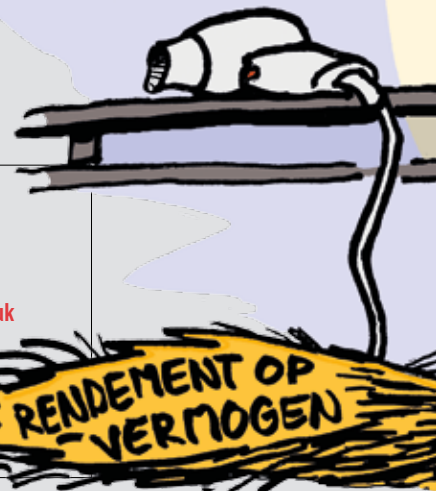
Kijk je naar wat er verandert op het gebied van vermogensregie dan is volgend jaar misschien wel de opvallendste wijziging dat box 3-heffing vanaf 1 januari flink op de schop gaat.

Bij de heffing van belasting op vermogenswinst werd voor het gemak altijd uitgegaan van een rendement op dit vermogen van 4%. Over deze 4% moest vervolgens 30% vermogensrendementsheffing betaald worden, wat neerkwam op een effectieve belastingdruk van 1,2%.

Lange tijd was dat prima, maar sinds de rente op spaarrekeningen zo laag is, voelt dit niet meer rechtvaardig. De overheid heeft hier iets aan willen doen door vanaf 1 januari 2017 drie schijven in te voeren die elk een ander fictief rendement kennen. De gedachte hierachter is dat mensen met meer vermogen meer beleggen en dus waarschijnlijk een hoger rendement zullen maken.

De plannen gaan ervan uit dat op een vermogen van meer dan een miljoen 5,39% rendement gemaakt kan worden. Verschillende vermogensbeheerders zetten hier vraagtekens bij. Zij stellen dat dit aanzet tot risico nemen omdat een dergelijk rendement met bijvoorbeeld een defensief profiel waarschijnlijk niet behaald zal kunnen worden.

Er zijn uiteraard wel mogelijkheden box 3-vermogen omlaag te brengen. Wie dit wil, kan bijvoorbeeld besluiten voor 1 januari 2017 een bedrag te schenken, nog snel voor 1 januari grote aankopen of uitgaven te doen die eigenlijk voor daarna gepland stonden of bijvoorbeeld de vrijstelling voor groene beleggingen te benutten. Voor 2016 geldt een box 3-vrijstelling voor groene beleggingen tot € 57.213.



## TARIEFSTRUCTUUR BOX 3 VANAF 2017

Schijf	Grondslag (na aftrek heffingsvrij vermogen)	Fictief rendement	Effectieve belastingdruk
	Tot € 25.000	Vrijgesteld	
1	€ 25.000 - € 100.000	2,87%	0,86%
2	€ 100.000 - € 1.000.000	4,60%	1,38%
3	Vanaf € 1.000.000	5,39%	1,62%

# geknipt en geschoren

© BEELDLEVERANCIERS.NL





Daarnaast kan het fiscaal aantrekkelijk zijn vermogen onder te brengen in een bv of een vrijgestelde beleggingsinstelling, een vbi. Al wordt per 1 januari ook het forfaitaire rendement voor vbi's verhoogd naar 5,39%, wat boxhoppen minder interessant maakt.

## Pensioen van de dga

Wat ook verandert, dat is dat het vanaf volgend jaar voor dga's niet langer mogelijk is een fiscaal gefaciliteerd pensioen in eigen beheer op te bouwen. De oude regeling voorzag erin dat dga's een pensioenvoorziening op de balans van hun bv mochten opnemen (de fiscale voorziening). De jaarlijkse toevoeging mocht van de vennootschapsbelasting worden afgetrokken.

De hoogte van de fiscale voorziening was meestal echter niet gelijk aan het bedrag dat ook daadwerkelijk als pensioenpot binnen de bv moest worden aangehouden om dit pensioen te zijner tijd te kunnen uitkeren (de commerciële voorziening). Dit kwam doordat bij het bepalen van de commerciële voorziening onder meer gerekend moest worden met de marktrente en bij het bepalen van de fiscale voorziening uitgegaan wordt van een rekenrente van 4%.

Bij een lage rentestand, zoals nu, moet in werkelijkheid dus veel meer geld binnen de bv worden aangehouden dan op de balans als fiscale voorziening is opgenomen. Als gevolg hiervan kwam veel geld als het ware vast te zitten in pensioen-bv's. Coen van den Bedem van het kenniscentrum van Van Lanschot bestempelde de regeling daarom al als 'een gedrocht'.

Om afkoop aan te moedigen krijgen ondernemers die hun pensioen afkopen daarbij nu korting op te betalen inkomstenbelasting. Afkoop hoeft slechts voor de fiscale waarde. Wie dit doet, krijgt in 2017 een korting van 34,5% op de grondslag voor de loonheffing, in 2018 van 25% en in 2019 van 19,5%. Een nadeel blijft dat de belasting over het geld dat naar privé gehaald wordt, onmiddellijk moet worden voldaan. De onder-

nemer moet deze liquiditeit wel kunnen missen.

Een alternatief voor afkoop is de fiscale pensioenvoorziening van de dga binnen de bv om te zetten in een spaarvoorziening. Een voordeel hiervan is dat het geld niet in één keer naar privé gehaald wordt.

Een punt van aandacht is de positie van de partner. In de meeste gevallen zal deze toestemming moeten geven voor afkoop of omzetting van het pensioen. Deze geeft daarmee namelijk bepaalde rechten op, die pas bij overlijden of een echtscheiding zichtbaar worden.

## UBO-register

Wie veel geld in een bv heeft zitten en niet wil dat iedereen kan zien van wie die bv is, kan er nu nog mee volstaan een tweede aandeelhouder aan te stellen. In het register van de Kamer van Koophandel staat dan simpelweg niet vermeld wie de aandeelhouders zijn. Maar mogelijk is dat straks afgelopen.

Vanaf eind juni volgend jaar is Nederland op grond van Europese regelgeving verplicht een register bij te houden waarin opgezocht kan worden wie er een belang heeft van 25% of meer in ondernemingen die gevestigd zijn in de EU. Dit is het zogenoemde UBO-register dat eigendomsstructuren moet blootleggen met als doel witwassen en terrorismefinanciering tegen te gaan.

In beginsel kan iedereen het register straks raadplegen, al moet hij zich registreren en zal hij een vergoeding moeten betalen. Wie hier niet op zit te wachten, kan besluiten zijn vermogen onder te brengen in een lichaam dat geen cijfers hoeft te publiceren, maar verder fiscaal hetzelfde wordt behandeld als een bv, zegt Erik Willems van multi-family office De Rentmeesters uit Arnhem. De beschikbare opties zijn dan een commanditaire vennootschap (een cv) of een fonds voor gemene rekening (een fgr). ■

TEKST: BARBARA NIEUWENHUIJSEN, REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.

## KORTING VOOR DGA DIE PENSIOEN AFKOOPT

Afkoopjaar	Korting op de grondslag voor de loonheffing	Deel van de afkoopsom belast met loonheffing
2017	34,5%	65,5%
2018	25,0%	75,0%
2019	19,5%	80,5%

# ACCENT OP 'WEB FIRST'

## FONDSNIEUWS VERSTERKT ZIJN ABONNEEPROPOSITIE

De redactie legt meer nadruk op vakinformatie voor de doelgroep van beleggingsprofessionals en doet dat met voorrang via de digitale snelweg.

**TEKST** CEES VAN LOTRINGEN

**F**ondsnieuws heeft voor de komende maanden wederom een aantal veranderingen op stapel staan. De belangrijkste is dat wij onze abonneepropositie uitbreiden en verdiepen. Dit heeft twee consequenties.

In de eerste plaats gaan we in navolging van Het Financieel Dagblad, dat net als Fondsnieuws tot de FD Mediagroep behoort, werken volgens het adagium 'web first'. Dit houdt in dat de artikelen van de redactie – zoals nieuws, analyses en achtergronden – eerst via de digitale snelweg worden verspreid voordat ze – bijvoorbeeld via dit magazine – beschikbaar komen voor een bredere groep.

### Vakinformatie

Daarnaast zal onze redactie zich in haar berichtgeving sterker richten op vakgerelateerde informatie voor onze doelgroep van beleggingsprofessionals. Denk daarbij aan onderwerpen als assortimentsbeleid, portefeuilleconstructies, assetallocatie, wet- en regelgeving, maar ook voor de doelgroep relevante ontwikkelingen in de beleggingsindustrie.

Daarnaast blijven we natuurlijk

intensief de ontwikkelingen op het terrein van markten, economie en politiek volgen voor zover dat gevolgen heeft voor uw portefeuille en uw strategie.

### FN Digitaal & FN Totaal

Een deel van de artikelen op de website – de zogenoemde headlines, alsook persberichten en marktvisies – blijft beschikbaar voor gebruikers die zich via een basisaccount hebben geregistreerd. Maar de informatie die u echt vooruithelpt bij uw werk, en waarvoor Fondsnieuws een goed-ingevoerde en professionele redactie van journalisten en medewerkers heeft, komt onder de noemer 'FN Digitaal' uitsluitend beschikbaar voor abonnees.

Als abonnee kunt u zogenoemde premiumartikelen lezen. Deze informatie wordt u ter beschikking gesteld via verschillende nieuwsbrieven en natuurlijk via onze website.

Als u voor de propositie 'FN Totaal' kiest, dan krijgt u behalve toegang tot de gehele website, ook het magazine toegestuurd. Dit verschijnt zes keer per jaar en biedt het overzicht dat een site – vanwege de snelle doorloop van artikelen en soms vanwege zijn aard – ontbeert. Dit meest volledige abonnement kost €249 (exclusief btw) per jaar en zorgt ervoor dat u altijd op de hoogte bent van wat er in de Nederlandse beleggingsindustrie speelt.

### Proefabonnement

Ben u geïnteresseerd in een abonnement, surf dan naar [www.fondsnieuws.nl/abonnements](http://www.fondsnieuws.nl/abonnements). Wilt u eerst de smaak van de abonneepropositie proeven, dan kunt u gedurende vier weken kosteloos een proefabonnement nemen. ■

**CEES VAN LOTRINGEN IS HOOFDREDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.**



# THEMA: OUTLOOK 2017



## DE JUISTE MIX

Ondanks de politieke onzekerheid wordt 2017 geen slecht beleggingsjaar. Een tour d'horizon.

PAGINA 34-39

## FONDSTIPS 2017

ids Fund (Redex)  
Equity Fund  
gy Fund

Bonds Fund  
stom ESG Equity Fund  
al Equity Fund

d Infrastructure Fund  
cap Fund  
ex-Japan Fund

arian Core

## NIEUWE TIPS

Banken tippen inflatielinkers, smallcaps en infrastructuur voor komend jaar.

PAGINA 42-44

## EN VERDER

## WAT EEN ONZIN

'Proberen de markt te timen is zinloos.'

PAGINA 48-49

# 'HET WORDT ALLEMAAL WAT CYCLISCHER'

Bob Homan van ING is positief voor 2017, maar minder voor jaren daarna.

TEKST ANTON REIJINGA

**D**e wereldeconomie zit sinds de financiële crisis op een lager groeipad. Het IMF heeft de laatste jaren zijn groeiramingen keer op keer moeten verlagen. ING is voor 2017 zelfs nog iets negatiever dan het IMF. De bank voorziet een groei van 2,8% voor 2017 en 3,0% voor 2018 - na een groei van 2,4% voor dit jaar. Dat houdt in de woorden van Bob Homan, hoofd van het ING Investment Office Bob, een

'kleine opleving' in. In de Verenigde Staten trekt de economie verder aan, Europa volgt. Ook de groei in opkomende landen steekt weer wat beter af tegenover die in ontwikkelde landen.

De groei is ondertussen minder afhankelijk van monetaire stimulering door centrale banken, zegt de beleggingsstrateg. Nu de Amerikaanse verkiezingen voorbij zijn, ligt een grotere rol voor fiscale stimulering in het verschiet. Ook in Europa is er ruimte voor kernlanden als Nederland, Duitsland en Frankrijk om de fiscale teugels wat te laten vieren.

'Het wordt dus allemaal wat cyclischer', zegt Homan. 'Maar of je daar blij

van moet worden, moet je je afvragen. Met dit soort stimulering komt een boom-bust-scenario dichterbij. De VS zitten al jaren op een groei van 2 à 3% en als je dat opjaagt en de rente loopt op, dan krijg je straks ook weer een tik terug.'

Homan ziet in de verkiezing van Donald Trump tot president van de VS een 'katalysator' in een proces dat al was ingezet. 'Ook de Europese Centrale Bank wil dit. Die neemt geen genoegen met lage groei en inflatie.' Hetzelfde geldt voor de antiglobalistische retoriek van de nieuwe wereldleider. 'Importen worden moeilijker gemaakt, door heffingen of door middel van administratieve eisen

bijvoorbeeld aan verpakkingen.'

Daarnaast zijn er verschillende tendensen die leiden tot minder handel, meent Homan. Economieën worden steeds verder gedigitaliseerd en elektronisch verkeer laat zich moeilijk vatten in handelsstatistieken. Ook is China 'redelijk succesvol' in het kweken van een interne markt. Producenten hier zijn daarom minder afhankelijk van export. En ook buitenlandse bedrijven produceren steeds meer lokaal – dicht bij de consument.

## Protectionisme

De trend naar digitalisering en robotisering ziet Homan ook als boosdoener als het gaat om de achterblijvende loonontwikkeling voor lagere en middeninkomens. Het gevoel van groeiende ongelijkheid die het gevolg is, is voedingsbodemp voor protectionisme. Homan: 'Het lijkt erop dat de wal het schip aan het keren is. De politiek zal iets moeten doen, maar het is moeilijk te zeggen wat.' Betere scholing en inkomens(her)verdeling zijn suggesties.

'Maar als het doorslaat, is dat angstig,' zegt Homan. 'Het is afwachten hoe Trump en de brexit uitspelen.' Over de tombola aan verkiezingen die komend jaar in Europa afgewerkt zal worden, toont de ING-strateeg zich optimistisch. 'We denken dat het net goed afloopt.' De Europese Unie en de euro blijven voorlopig intact.

Dat de Nederlandse verkiezingen een gevaar vormen – zoals The Wall Street Journal schreef – noemt hij 'onzin'. De noodzaak tot het vormen van een coalitieregering maakt dat extreme partijen altijd ingebed zullen worden. Een overwinning van Marine Le Pen in Frankrijk lijkt hem onwaarschijnlijk. Het Duitse bestel vertoont grote gelijkheid met Nederland, dus ook hier zal extremisme weinig kans hebben om het beleid volledig naar de hand te zetten.

Schulden zijn een andere zorg waarop veel gewezen wordt. Voor de VS lijkt



BOB HOMAN FOTO: BINH TRAN

een verslechtering van de staatsbalans onvermijdelijk. 'Onder Trump kan het begrotingstekort flink oplopen,' aldus Homan. Volgens een schatting van ING kan de overheidsschuld de komende 10 jaar met meer dan \$10.000 mrd oplopen. 'Uiteindelijk zal dit moeten worden terugbetaald. En dan wordt het bezuinigen terwijl je in recessie zit.'

Voor China – het land waarvoor waarschijnlijk het meest gewaarschuwd wordt – ziet Homan het zonniger in. 'Het land draait op volle toeren,' concludeert hij. Tegenover hoge kredietgroei staat dat jonge Chinezen meer verdienen dan de oudere generatie – iets dat in het Westen andersom is. 'Ze kunnen de hogere kredieten dan ook weer aflossen.' Het deel van het krediet waarvoor

dit niet geldt zal wel worden overgeheveld naar de overheid, maar dat is elders ook gebeurd.

Andere opkomende markten hebben nu al te lijden onder de hernieuwde dollarsterkte, vooral die met hoge externe schulden. Veel zal er voor deze landen van afhangen hoe serieus Trump is in het invoeren van importheffingen. Maar als hij inbindt, liggen hier bij uitstek kansen. 'Neem de Mexicaanse peso, die is ingestort. Als het meevalt, dan heb je een lage munt en een schitterende exportpositie.'

ING verwacht het meest van hoogrentende obligaties in Amerikaanse dollars, gevolgd door obligaties in opkomende landen en wereldwijde aandelen. Ook vastgoed zal het goed blijven doen. Met de oplopende rente zullen obligaties het moeilijk houden. Voor de langere termijn adviseert Homan toch vooral een gespreide portefeuille aan te houden. Er is naar zijn mening al veel positief nieuws ingeprijsd en elke portefeuille zou ook bestendig moeten zijn tegen een minder rooskleurig scenario. ■

## 'HET IS AFWACHTEN HOE TRUMP EN DE BREXIT UITSPELEN'

ANTON REIJINGA IS REDACTEUR VAN  
FONDSNIEUWS.



# KANSEN VOOR AANDELEN

## EXPERTS OVER OBLIGATIES, AANDELEN EN GRONDSTOFFEN

Obligaties zullen ook volgend jaar last houden van lage of negatieve rentes. De outlook voor aandelen ziet er positiever uit.

TEKST ANTON REIJINGA

Het komende jaar wordt een spannend beleggingsjaar met een half dozijn verkiezingen in de kernlanden van Europa. Fondsnieuws organiseerde recent een Investment Outlook met vijf vooraanstaande beleggingsspecialisten. Zij zijn gematigd positief over 2017 vanwege hogere economische groei, stijgende bedrijfswinsten en fiscale stimulering door regeringsleiders als Donald Trump, maar in 2018 wordt het einde van de cyclus bereikt. In 2019 volgt dan een milde wereldwijde recessie.

### OBLIGATIES: LAGE RENTES ZULLEN NIET SNEL VERDWIJNEN

**D**e angst voor oplopende rentes geeft de obligatiemarkten. Toch ziet obligatiestrateg Nick Gartside van JP Morgan Asset Management voldoende mogelijkheden voor beleggers om ook in 2017 positief rendement te behalen.

'Een militaire coup in Turkije, een jastem voor brexit en Donald Trump in het Witte Huis', somt chieft investment



NICK GARTSIDE FOTO: BINH TRAN

officer fixed income Gartside enkele opzienbarende gebeurtenissen in 2016 op. 'Als je dit van tevoren had geweten, dan was je waarschijnlijk in cash gaan zitten.' Maar wie zo had gereageerd, zat er naast. 'Financiële rendementen waren beter dan in 2015, de markten zijn er goed mee omgegaan', constateert hij.

Het rendement wordt daarbij steeds meer bepaald door koerswinst, want de couponrente staat op historische diepten. 'De dagen van het innen van coupons zijn voorbij', stelt Gartside. 'Het gaat meer en meer om het behalen van koerswinst.'

Tussentijds bijsturen wordt daarmee belangrijker. Maar de mogelijkheden hiertoe zijn de laatste jaren toegenomen, wijst de strateg. De obligatiemarkt is tot drie keer zo groot als de aandelenmarkt.

De markt is daarbij steeds internationaler geworden. Was er een tijd dat de Verenigde Staten alleen al twee derde van de markt uitmaakten. Tegenwoordig is dit nog maar een derde. Vooral segmenten als high yield en emerging marketet debt zijn hard gegroeid. 'Dit betekent dat er meer mogelijkheden zijn gekomen voor diversificatie', aldus de cio.

In de zoektocht naar rendement komt Gartside met vier richtingen waarop beleggers moeten denken, die hij afkort als 'GEMS': Global opportunities, Emerging markets, Macro trades en Spread sectors.

Met global opportunities bedoelt hij dat beleggers hun blik moeten verbreden. Lagere olieprijs en recessieangst hebben de laatste jaren bijvoorbeeld diepe dips in de high-yield-markten tot gevolg gehad. Dat creëert hier kansen.

De obligatie-cio ziet wat dit betreft Europa weer helemaal zitten. Terwijl de Fed in 'gletsjersnelheid' richting een

## 'DE DAGEN VAN HET INNEN VAN COUPONS ZIJN VOORBIJ'

renteverhoging gaat, zal de ECB volgens hem nog eens een extra dosis kwantitatieve verruiming toedienen.

Veel opkomende landen hebben de laatste jaren orde op zaken weten te stellen. Hij ziet vooral veel in emerging market debt waarop een stevig rendement geboden wordt, liefst uit landen met ondergewaardeerde valuta.

Op het macro-economisch vlak gaan landen – en het beleid van centrale banken – verder uit elkaar lopen. Gartside: 'De echte graadmeter voor hoe het er in China voorstaat is Australië. Wij verwachten renteverlagingen in Australië, vanwege zwakte in China.'

Als het gaat om spreads raadt hij aan vooral te kijken naar bedrijven waarvan de kredietwaardigheid stijgt. 'Europese banken zijn een verhaal van verbetering', noemt hij als voorbeeld.

Het brexitreferendum was een demonstratie van het toegenomen politieke risico. Ook de verkiezing van Donald Trump als volgende president van de Verenigde Staten was hier een demonstratie van.

Maar de strateeg benadrukt dat zijn taak als obligatiebelegger vooral gelegen is in het in de gaten houden van de bedrijven waarin hij belegt. 'Daarop doen we research. Er zijn elk jaar vijf verkiezingen, aan ons is vooral om te begrijpen wat het betekent voor de vooruitzichten voor groei en inflatie.'

## AANDELEN: VOORSORTEREN OP GROEI

**D**e positievere vooruitzichten voor de economische groei werken met een hefboom door in de bedrijfswinsten. 'Wordt voor 2016 nu uitgegaan van een vlakke winstontwikkeling, voor 2017 zien analisten weer dubbelcijferige groei van de be-

drijfswinsten', zegt Annemijn Fokkelman, hoofd aandelenstrategie van ANB Amro Private Banking International. 'Dit is een duidelijke versnelling.'

In juli besloot de bank terug te gaan naar een neutrale wegging voor aandelen. Er was veel onzekerheid over de effecten van de brexit en de Amerikaanse presidentsverkiezingen stonden nog voor de deur. De schok die door de financiële markten ging nadat de Britten zich verrassend uit de EU hadden gestemd, ebde snel weg. 'We zagen de marktcondities verbeteren', aldus Fokkelman. Ook stelde beide presidentskandidaten stimulering in het vooruitzicht.

ABN Amro schroefde in oktober de aandelenweging weer op naar overwogen. En alsof de markten hadden geleerd van de brexit, werd de dip die volgde op de winst van Donald Trump dezelfde handelsdag nog omgebogen in winst. De ABN Amro-strateeg wijst op de 'verzoenende speech' van Trump. 'Hoe gaat zijn agenda worden omgezet in beleid? Wij denken een stuk gematigder dan hij in zijn campagne zei voor te staan.'

Wel zal het stimuleringsbeleid ook de inflatie en de rente doen oplopen, verwacht ook ABN Amro. En dat is gunstig voor aandelen ten opzichte van obligaties. Amerikaanse bedrijven zullen dit in hun winst zien doortikken. Maar ook Europese bedrijven profiteren. Daarbij hebben deze laatste nog altijd baat bij de monetaire stimulering op het oude continent. Per saldo leidt dit tot een 'geografisch neutrale' aandelenpositionering bij de bank.

Wel volgde in november een verhoging van de overweging van aandelen. 'De betere vooruitzichten voor economische groei zijn voor ons aanleiding om beleggers in overweging te geven hun portefeuilles weer een cyclisch accent mee te geven', schreef Fokkelman in een strategische update.

Dit betekent meer industrie in de



ANNEMIJN FOKKELMAN FOTO: BINH TRAN

portefeuilles. Bedrijven in deze brede sector zijn de meest aangewezen om te profiteren van de door Trump beloofde investeringen in infrastructuur. De bouw maakt hier deel van uit, zegt ze, maar ze ziet grote infrastructurele projecten pas 'na een paar jaar' bijdragen aan de winstgroei. Architecten en ingenieursbureaus zijn de eerste gegadigden voor een winstimpuls.

Verder noemt Fokkelman technologie en gezondheidszorg als sectoren die het overwegen waard zijn. Naast hun cyclische componenten, hoeven bijvoorbeeld farmaceutische bedrijven niet te vrezen voor de prijsbeperkingen die de verliezende presidentskandidaat, Hillary Clinton, in petto had. Financiële dienstverleners onderwoog ze al niet meer sinds oktober, omdat hogere rentes hun marges verbeteren.

Defensieve sectoren hebben daarentegen meer last van hogere renteniveaus. Bedrijven in de sectoren niet-duurzame consumentenproducten en telecommunicatie onderscheiden zich door constante cashflows en dividenduitkeringen. Hun aantrekkelijkheid als 'bond proxy' in tijden van lage rente maakt ze onaantrekkelijk nu de rente oploopt.

Hoewel de verkiezingen die op het Europese continent op stapel staan roet in het eten kunnen gooien, noemt Fokkelman het niet haar taak om op de

uitkomst ervan te speculeren.

De groeiende schuldenpositie in China baart haar minder zorgen dan voorheen. Daarbij ziet ze ook hier ruimte voor fiscale stimulering. 'We zijn daarom juist positiever op China geworden.' Over markten als Singapore en Hongkong is ze minder positief geworden. 'Ze zijn dollar- en handelsgevoelig.' Met de bestendigere groeivoorzichten voor de Amerikaanse economie is de dollar sterker geworden. Daarbij zullen de handelsbeperkingen – waar Trump mee dreigt – de wereldhandel onder druk zetten.

## GRONDSTOFFEN: FUNDAMENTELE OPLEVING

**D**e vorige rally op de grondstoffenmarkten begon in 2000 en hield aan tot in 2008. Vervolgens brak een kwakkelperiode aan, waarin oplevingen steeds van korte duur bleken. Maar er zijn tekenen dat in 2016 de bodem is gepasseerd en de cyclus begint te keren, betoogt David Donora, hoofd grondstoffen van Columbia Threadneedle Investments. Ook ziet de fondsmanager een aantal structurele drijfveren die grondstoffen tot aantrekkelijke beleggingscategorie maken.

Grondstoffen worden gebruikt in de productie van goederen en energie. Daarmee hebben grondstoffenprijzen een directe link met het algemeen prijspeil. Dit maakt een belegging in grondstoffen tot een hedge tegen inflatie. Verder hebben beleggers weer meer oog voor de bijdrage aan portefeuillediversificatie. Terwijl andere beleggingscategorieën steeds meer correlatie vertonen, staan grondstoffen vooral bekend als negatief gecorreleerd met obligaties.

Donora benadrukt dat voor de fi-



DAVID DONORA FOTO: BINH TRAN

nanciële crisis grondstoffenmarkten ongecorrleerd waren met andere markten. 'Maar het monetaire stimuleringsbeleid van centrale banken stuwde de correlaties op', zegt hij. 'Kwantitatieve verruiming leidde de markten in 2009-2010 omhoog, wat vervolgens een vals prijssignaal gaf aan producenten.' Overproductie werd zo in stand gehouden. Pas jaren later begonnen de producenten met het terugschroeven van investeringen.

Een goede illustratie is de oliesector. Ontginning van schalieolievelden in de Verenigde Staten werd gefinancierd met goedkoop uitgegeven high-yieldbonds. Echter, terwijl de olieprijs daalde, raakten steeds meer producenten in de problemen. Uiteindelijk moest zelfs de Saoedische overheid de investeringen terugbrengen, om het gegroeide gat in de begroting te dichten.

Voor consumenten – voor wie een

## 'BELEG IN EEN GRONDSTOF ALS HEDGE TEGEN INFLATIE'

daling van de olieprijs vergelijkbaar is met een belastingverlaging – was het feest. 'De hoge olieprijs betekenden een transfer van jaarlijks \$2000 mrd naar de oliestaten, geschat wordt dat ze met de lage olieprijs van 2014 tot 2017 zo'n \$5000 mrd mislopen', aldus Donora. 'Dat betekent meer geld in de zakken van westerse consumenten.'

Het grote verschil met de monetair gedreven oplevingen is dat de impuls ditmaal van de vraagkant komt. 'Een bullmarkt in grondstoffen moet beginnen bij consumenten', aldus de Columbia Threadneedle-manager. De voortekenen zijn volgens hem gunstig. De aankomende Amerikaanse president Trump stelt banen en belastingverlaging in het vooruitzicht. Ook wil hij investeren in infrastructuur, wat de vraag naar grondstoffen opdrijft.

Voor olie betekent dit een prijs in de bandbreedte van \$50 tot \$60 per vat, schat Donora. De onderkant wordt vooral bewaakt door Saoedi-Arabië en landen als Venezuela en Nigeria, die volgens de strateeg failliet gaan als de prijs hieronder zakt. 'En elke verstoring heeft een hogere prijs tot gevolg. Pas bij \$75 per vat zal de sector significant investeren in extra productie.'

Het verhaal voor basismaterialen is vergelijkbaar, vervolgt Donora. De grote mijnbouwbedrijven hebben het de laatste jaren zwaar gehad. Glencore ging door het oog van de naald. 'Anglo American zal nooit meer worden wat het was', zegt de strateeg duidend op het sluiten van tal van mijnen van het bedrijf. Deze beperking van het aanbod in bijvoorbeeld zink, koper en nikkel, maakt dat prijzen snel kunnen oplopen als de vraag aantrekt.

Edelmetalen als goud en zilver zijn vanouds de veilige havens bij rampen. Ook zijn ze een grondstof voor sieraden. In landen als China en India wordt vaak een premie boven op de internationale marktprijzen betaald als gevolg van de vraag die gedreven wordt door

hun opkomende middenklassen.

Een laatste – maar niet minder belangrijke – categorie vormen agrarische grondstoffen. Vanwege de weersafhankelijkheid bewegen ze vrij ongecorrleerd met andere beleggingen. ‘Het risico ligt veelal aan de bovenkant’, zegt Donora over het directe prijsopdrijvende effect van bijvoorbeeld een slechte oogst. Ook hier kan een toename van de vraag vaak niet snel worden bijgebeend door een uitbreiding van de productie. ‘Zo heeft de prijs van koffie de laatste maanden een opwaartse beweging gemaakt.’

## MULTI-ASSET: RENDEMENTEN HISTORISCH LAAG

**D**e ontwikkelde economieën zijn op een lager groeipad terechtgekomen. In de eerste plaats komt dit door hun grote schuldenberg, waardoor nieuw krediet nog maar in beperkte mate kan dienen als brandstof voor groei. En in de tweede plaats, omdat de beroepsbevolking niet of nauwelijks meer groeit, als gevolg van de vergrijzing in een groeiend aantal landen.

‘En lage vraag naar goederen leidt weer tot een lage vraag naar kapitaal, want er zijn minder investeringen nodig’, zegt Olaf van den Heuvel, chiel investment strategist van Aegon Asset Management. ‘We zitten dus in een situatie met een overschot aan kapitaal. En in die situatie zal niet snel structureel verandering komen.’

Tegelijkertijd neemt de onzekerheid onder grote delen van de bevolking toe. Zo is het mediane inkomen in veel westerse economieën de afgelopen decennia niet of nauwelijks verbeterd. Juist daarom is economische groei zo belangrijk, zegt Van den Heuvel. Als door de groei de vraag naar arbeid toeneemt,

kunnen ook de lonen weer omhoog.

Hiertegenover zal dan ook de productiviteit van arbeid moeten stijgen. En daaraan heeft het de laatste jaren ontbroken. Van den Heuvel ziet het extreem ruime monetaire beleid als oorzaak. ‘Met de rente op nul kunnen zombiebedrijven gewoon doordraaien.’ De omslag op de kapitaalmarkten – mede ingegeven door de verkiezing van Trump als volgende president van Amerika – ziet hij daarom als positief signaal. ‘De kans dat de Fed in december de rente verhoogt schat de markt nu tegen de 100%. Dit is winst vanuit productiviteitsperspectief.’

Aegon AM gaat uit van drie macro-economische toekomstscenario's. In het positieve scenario – waaraan de assetmanager een 25% kans toekent – zal de productiviteit verbeteren. Steeds meer landen kiezen – net als Trump – voor stimulering van de groei door middel van fiscale expansie. Ze verlagen belastingen en investeren bijvoorbeeld in infrastructuur.

In het basisscenario (60% kans) blijft het beleid in grote lijnen zoals het is. Het pad waarop de economische cyclus zich voltrekt blijft ongewijzigd. Aegon AM denkt dat het eind van de cyclus in de VS in 2018 wordt bereikt, waarna de wereldeconomie in 2019 in een milde recessie terechtkomt. In het

negatieve scenario (15% kans) komt dit moment al eerder, omdat bijvoorbeeld slechte leningen de Chinese economie vertragen.

Uitgaande van het basisscenario, zou de Duitse kapitaalmarktrente in 2017 als gevolg van de hogere groei mee stijgen. Daarna zou de curve weer afvlakken, terwijl ook de economische groei terugvalt. Stimuleringsbeleid à la Trump brengt het positieve scenario dichterbij, maar zal volgens Van den Heuvel een uiteindelijke terugval niet voorkomen. ‘Nu een hogere piek, straks een dieper dal’, vat hij samen.

Aegon AM verwacht dat de rendementen voor de komende jaren historisch laag zullen liggen. Beursgenoteerd vastgoed is in de ramingen de best renderende categorie met een rendement van 6,0%. Hierop volgen aandelen opkomende markten (5,8%), wereldaandelen (3,6%), hypotheek (3,2%) en grondstoffen (3,0%). Een aantal categorieën levert naar verwachting minder dan 1% rendement op, zoals staatsobligaties opkomende markten (0,7%), Europese asset backed securities (ABS) (0,6%), Europese bedrijfsobligaties met hoge rating (0,2%) en staatsobligaties uit de eurozone (0,1%). Voor Amerikaanse obligaties met hoge rating voorziet hij een negatief rendement (-0,2%).

Uit een optimalisatie op basis van alle rendementen en de correlatiematrix voor de beleggingscategorieën, volgt een portefeuille met een aantal onder- en overwegingen. De zwaarste onderweging zijn Europese staatsobligaties. In een neutraal profiel worden deze meer dan 8% onderwogen. Hypotheken worden daarentegen 6% overwogen. Wereldaandelen worden licht onderwogen. Daar tegenover staan lichte overwegingen voor investment grade bedrijfsobligaties, Europese ABS en vastgoedaandelen. ■



OLAF VAN DEN HEUVEL FOTO: BINH TRAN

ANTON REIJINGA IS REDACTEUR VAN  
FONDSNIEUWS





## Robo-advies rukt snel op

Met adviseurs kunnen beleggers 3% meer rendement behalen

**Digitale adviseurs geven tegen lage kosten eenvoudig beleggingsadvies en kunnen de standaard worden in de vermogensbeheerindustrie. 'Traditioneel advies krijgt het zwaar', zegt Koen Hoogenhout van Vanguard.**

Heeft de particuliere belegger eigenlijk nog wel een adviseur nodig? Een portefeuille van indextrackers is tegenwoordig immers vrij eenvoudig samen te stellen en bij te houden. Maar volgens Koen Hoogenhout van de Amerikaanse vermogensbeheerder Vanguard kunnen beleggers circa 3% extra rendement behalen met een adviseur. Een van de manieren om waarde toe te voegen is om de kosten voor de klant zo laag mogelijk te houden. Op de lange termijn kunnen die namelijk een behoorlijke hap uit het rendement nemen. Zo zal een eenmalige investering van €10.000 met een rendement van 6% per jaar en kosten van 1% over een periode van 40 jaar aangroeien tot €70.000. Blijven de jaarlijkse kosten beperkt tot 0,15% dan is de eindopbrengst echter €97.000. Een enorm verschil van €27.000.



Koen Hoogenhout is Senior Sales executive bij Vanguard

### Voorkom beleggingsfouten

Digitale adviseurs geven tegen lage kosten eenvoudig beleggingsadvies en kunnen de standaard worden in de vermogensbeheerindustrie. 'Traditioneel advies krijgt het zwaar', zegt Koen Hoogenhout van Vanguard.

### Nieuwe standaard

Met 'behavioural coaching' kan de financieel adviseur dus ook waarde toevoegen, naast de lage kosten, een goede asset allocatie en een jaarlijkse herbalancering van de portefeuille. Robo-advies is sterk in opkomst en zou volgens Hoogenhout wel eens kunnen uitgroeien tot de standaard in de vermogensbeheerindustrie. 'De traditionele beleggingsadviseur die klanten slechts een risicoprofiel en een asset allocatie aanbiedt en vervolgens een keer per jaar herbalanceert, zal het heel moeilijk krijgen.' Maar adviseurs die de klanten door en door kennen en naast vermogensbeheer een compleet familieadvies kunnen geven zullen volgens hem zeker overleven. 'Een robot-adviseur kent geen empathie en wekt geen vertrouwen. Voor eenvoudig advies is het echter een goede oplossing.'



## De noodzaak van low-carbon beleggen

Een groenere aandelenportefeuille tegen relatief lage kosten

**Beleggers kunnen het klimaatrisico in hun portefeuille verlagen door de CO<sub>2</sub>-voetafdruk in hun portefeuille te beperken. Dat hoeft niet ten koste te gaan van het rendement, blijkt uit de resultaten van de speciale 'low-carbon' indices van Amundi Asset Management.**

Klimaatverandering brengt grote risico's voor de beleggingsportefeuille met zich mee. Niet alleen fysiek, zoals de potentiële schade van overstromingen, maar ook vanwege overheidsmaatregelen om klimaatverandering te voorkomen. In het klimaatakkoord van Parijs is afgesproken dat de gemiddelde temperatuur op aarde niet meer dan 2 graden Celsius mag stijgen. 'De kosten voor het uitstoten van CO<sub>2</sub> zullen daardoor naar verwachting sterk toenemen en dat heeft negatieve gevolgen voor vervuilende bedrijven', zegt Frédéric Hoogveld, investment specialist van Amundi.

### Stevige CO<sub>2</sub>-reductie

Daar komt het gevaar van 'stranded assets' bij. De overeengekomen maximale opwarming van de aarde heeft als consequentie dat naar schatting een derde van de olievoorraden, de helft van de voorraden gas en 80% van de voorraden steenkool in de grond moeten blijven. 'Als bedrijven in deze sectoren moeten gaan afschrijven op hun reserves, dan kan dat leiden tot grote verliezen', zo waarschuwt Hoogveld. Om deze risico's te mitigeren, heeft Amundi samen met twee pensioenfondsen en indexprovider MSCI speciale 'low carbon' indices ontwikkeld. Deze sluiten de 20% meest vervuilende bedrijven op basis van de CO<sub>2</sub>-emissies uit alsmede de grootste eigenaren van CO<sub>2</sub>-reserves. Voor de MSCI World Low Carbon Leaders index heeft dit geleid tot een forse afname van de CO<sub>2</sub>-emissies met minstens 50% vergeleken met de MSCI World index. Het risico van afboekingen op de stranded assets is zelfs met 68% verminderd.



Frédéric Hoogveld is Hoofd Investment Specialists bij Amundi



### Kans op outperformance

Interessant is dat de tracking error maar 0,6% bedraagt. Dat komt volgens Hoogveld doordat slechts een paar bedrijven een heel grote negatieve invloed hebben op het milieu. Verwijdering van deze megavervuilers leidt direct tot een significante beperking van de CO<sub>2</sub>-voetafdruk. De blootstelling aan sectoren, landen en waarde- en groeiaandelen komt ruwweg overeen met de marktwaarde gewogen benchmark. 'Doordat de strategie is onderwogen in CO<sub>2</sub>-intensieve bedrijven zal er echter sprake zijn van een outperformance wanneer de kosten voor CO<sub>2</sub>-uitstoot stijgen', zegt Hoogveld. Een back-test wijst uit dat het rendement in de periode 2010-2014 0,4% per jaar hoger zou zijn geweest.



# BEDRIJFSOBLIGATIES VERRASSENDE WINNAAR

## FAVORIETE FONDSEN & TRACKERS VAN BANKEN GEWOGEN

Traditiegetrouw vraagt Fondsnieuws de specialisten van de banken tegen het eind van het jaar naar hun tips voor het komende. High yields zijn de winnaars van 2016. Voor 2017 tipt men vooral inflatielinkers en smallcaps.

TEKST JEROEN BOOGAARD

**D**e beoogde plannen van Donald Trump kunnen de economische groei en inflatie aanjagen. Fondsselecteurs zoeken vooral hun heil in beleggingsfondsen die daarvan profiteren.

Elk jaar vraagt Fondsnieuws aan de vooraanstaande Nederlandse private banks om drie beleggingsfondsen te tippen voor het jaar dat komen gaat. De aanbevelingen gelden nadrukkelijk niet als een compleet portefeuilledadvies, maar passen binnen een goed gespreide portefeuille.

Tot dusver presteren de voor 2016 getipte fondsen teleurstellend, met als negatieve uitschieter de door ABN Amro aanbevolen ishares Stox Europe 600 Travel & Leisure EFT (-18%). 'Hoewel het economisch klimaat wereldwijd verbeterde, weerhield de aanhoudende terreurdreiging consumenten ervan om op reis te gaan', zegt Rico Fasel, directeur beleggingsadvies van ABN Amro. Verder schrijft hij het ver-

lies toe aan de daling van het pond door de brexit. Het door Simon Wiersma van ING Bank getipte Robeco High Yield Bonds komt met een jaarrendement van 11,4% vooralsnog als winnaar uit de bus.

### ING

Voor 2017 zetten de meeste fondsselecteurs in op een aantrekkelijke economie en inflatie, mede vanwege Trumps plannen van belastingverlagingen en investeringen in infrastructuur. Zo heeft ING net als in 2015 weer het AXA Global Inflation Bonds Fund op zijn lijstje gezet. 'Dit fonds belegt in wereldwijde inflatiegekoppelde obligaties en profiteert van oplopende inflatiever-

wachtingen waarbij het duratierisico is afgedekt', zegt ING-fondsselecteur Wiersma. 'De stimuleringsplannen van aankomend president Trump zullen naar verwachting leiden tot een hogere economische groei en daarmee opwaartse druk geven op de inflatie.'

Voorts tipt hij het Invesco Global Small Cap Equity fund. 'Na de uitslag van het brexitreferendum en de verkiezingsoverwinning van Donald Trump denken we dat het stimuleren van de lokale groei meer aandacht zal krijgen.' Het zijn volgens Wiersma vooral kleinere bedrijven die gericht zijn op de binnenlandse economie die daarvan profiteren. Zijn derde fondstip is het Fidelity Global Technology fund. Dit fonds investeert wereldwijd in technologieaandelen die ondergewaardeerd zijn. 'De manager zoekt vooral naar bedrijven die gericht zijn op innovatie, disruptie en in brede zin verandering in gang zetten. Dit zijn potentiële winnaars op de iets langere termijn.'

### ABN Amro MeesPierson

Net als zijn ING-collega kiest Rico Fasel van ABN Amro MeesPierson met het AXA WF World Inflation

## SELECTEURS ZETTEN IN OP AANTREKKING ECONOMIE EN INFLATIE

Bonds Fund eveneens voor een fonds uit de stal van de Franse vermogensbeheerder dat wereldwijd belegt in inflatiegekoppelde obligaties. 'We zien inmiddels de eerste signalen van stijgende rentes, mede als gevolg van hogere inflatieverwachtingen. Voor 2017 verwachten wij dat de inflatie toeneemt, vooral in de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk. Dat biedt kansen voor dit fonds.'

Daarnaast is zijn keuze gevallen op de twee wereldwijde aandelenfondsen Northern Trust World Custom ESG Equity fonds en het Allianz Best Styles Global Equity Fund. Eerstgenoemde belegt op een duurzame manier op de wereldwijde aandelenmarkten. 'De kosten van het fonds zijn zeer laag en het uitgekeerde dividend is relatief hoog. Daarnaast levert het een maatschappelijk rendement op door uitsluiting van bedrijven die in overtreding zijn volgens de tien Global Compact Principles van de Verenigde Naties.'

Het Allianz Best Styles Global Equity Fund combineert diverse factoren, zoals waarde, momentum, groei en kwaliteit. 'Ongeacht de fase van de economische cyclus heeft het fonds in het verleden goed gepresteerd, waardoor wij het ook voor de toekomst interessant vinden.'

## Van Lanschot

Specialist beleggingsfondsen Ralph Engelchor van Van Lanschot zet zijn kaarten op drie aandelenfondsen. First State Global Listed Infrastructure Fund belegt in beursgenoteerde bedrijven die actief zijn op het gebied van infrastructuur. 'We zien hier goede beleggingskansen, ook in het licht van de plannen van Donald Trump om de investeringen in infrastructuur fors te verhogen.' Hij kiest voor First State omdat de Australische vermogensbeheerder jarenlange ervaring heeft met infrastructuurbeleggingen en hiermee goede resultaten behaalt.

## DE FAVORIETE FONDSEN VAN DE BANKEN VOOR 2017

# OVERZICHT FONDSTIPS 2017

### ING

- AXA Global Inflation Bonds Fund (Redex)
- Invesco Global Small Cap Equity Fund
- Fidelity Global Technology Fund

### ABN AMRO MEESPIERSON

- AXA WF World Inflation Bonds Fund
- Northern Trust World Custom ESG Equity Fund
- Allianz Best Styles Global Equity Fund

### VAN LANSCHOT BANKIERS

- First State Global Listed Infrastructure Fund
- Kempen Global Small-cap Fund
- Nikko AM Asia-Pacific ex-Japan Fund

### INSINGER DE BEAUFORT

- Threadneedle US Contrarian Core
- Robeco US Opportunities Fund
- JO Hambro Continental European Fund

### THEODOOR GILISSEN

- Robeco US Large Cap
- DNCA Invest Value Europe
- Artisan Global Value

Ook bij de keuze voor het Kempen Global Small-cap Fund heeft Engelchor de expertise van de beheerders zwaar laten wegen. 'Kempen heeft een sterke reputatie als het gaat om beleggen in smallcaps in Nederland en Europa en wij denken dat het team ook waarde kan toevoegen op wereldwijde schaal.' Het fonds is momenteel lager gewaardeerd dan de benchmark, omdat de beheerders er nadrukkelijk op toezien dat er niet te veel wordt betaald voor toekomstige groei.

Van Lanschot blijft daarnaast positief over opkomende markten en kijkt daarbij op dit moment vooral naar Azië. 'China blijft een onzekere factor, maar in het algemeen zien wij de eco-

nomische cyclus van veel landen in de regio aantrekken. Zo zal India naar verwachting met bijna 8% groeien in 2017. De waarderingen liggen een stuk lager dan in het Westen, wat positief is voor de verwachte rendementen.' Met het Nikko AM Asia-Pacific ex-Japan Fund speelt de fondsselecteur wederom met een zeer ervaren assetmanager hierop in. 'De beheerders van het fonds werken al ruim 13 jaar samen, hebben goede kennis van de lokale markten en behalen uitstekende resultaten.'

## Insinger de Beaufort

Investment manager Marjolijn Breeuwer van Insinger de Beaufort verwacht eveneens het meeste van de aandelen-



## DE FONDSTIPS VOOR 2016 GEWOGEN

ING	YTD
Robeco High Yield Bonds	11,40%
Fidelity Emerging Markets Fund (USD)	0,37%
Standard Life GARS	- 5,70%
<b>RABOBANK</b>	
Actiam verantwoord index aandelenfonds	7,44%
Robeco Global AC Multi-Factor Equities	10,01%
Fidelity Pacific	8,31%
<b>ABN AMRO MEESPIERSON</b>	
iShares STOXX Europe 600 Travel & Leisure ETF	- 17,97%
Threadneedle Pan European Smaller Companies	- 11,74%
iShares China Large Cap ETF	1,34%
<b>INSINGER DE BEAUFORT</b>	
JO Hambro Continental European Fund	- 3,99%
Wellington US Research Equity Portfolio	- 1,11%
GARS	- 5,70%
<b>THEODOOR GILISSEN</b>	
Nordea North American All Cap	8,79%
Pioneer European Equity Target Income	- 4,88%
JP Morgan EM Market Opportunities	10,53%
<b>VAN LANSCHOT</b>	
Hermes Sourcecap European Alpha	- 4,27%
Montanaro European Smaller Companies	- 9,50%
T. Rowe Price Asia ex-Japan	4,06%
Rendementen dit jaar tot en met 21 november in euro's, tenzij anders vermeld	

markten en ziet het vooral zonnig in voor Wall Street. 'Amerikaanse aandelen zouden goed kunnen presteren als gevolg van verbeterende bedrijfsresultaten en het feit dat de verwachte renteverhogingen waarschijnlijk in een voorzichtig tempo zullen plaatsvinden.' Ze tipt daarom twee Amerikaanse aandelenfondsen. Het Threadneedle US Contrarian Core selecteert bij voorkeur bedrijven die tijdelijk uit de gratie zijn. De contraire strategie heeft zich in de praktijk bewezen.

Verder denkt Breeuwer dat het voorgenomen beleid van de nieuw ver-

kozen president weleens vooral Amerikaanse midcaps in de kaart kan spelen. Daarom neemt ze ook het Robeco

## 'BELEID TRUMP ZOU MIDCAPS IN DE KAART KUNNEN SPELEN'

US Opportunities Fund in haar selectie op. 'Dit fonds wordt beheerd door de specialisten van Boston Partners en belegt voornamelijk in Amerikaanse midcap value-aandelen die worden geselecteerd aan de hand van een kwantitatief scoringsmodel in combinatie met fundamentele analyse.' Tot slot heeft ze wederom vertrouwen in het JO Hambro Continental European Fund. Dit aandelenfonds voert een actief beleid, wat volgens haar de afgelopen jaren tot een consistent trackrecord van gelijkmatig opgebouwde outperformance heeft geleid.

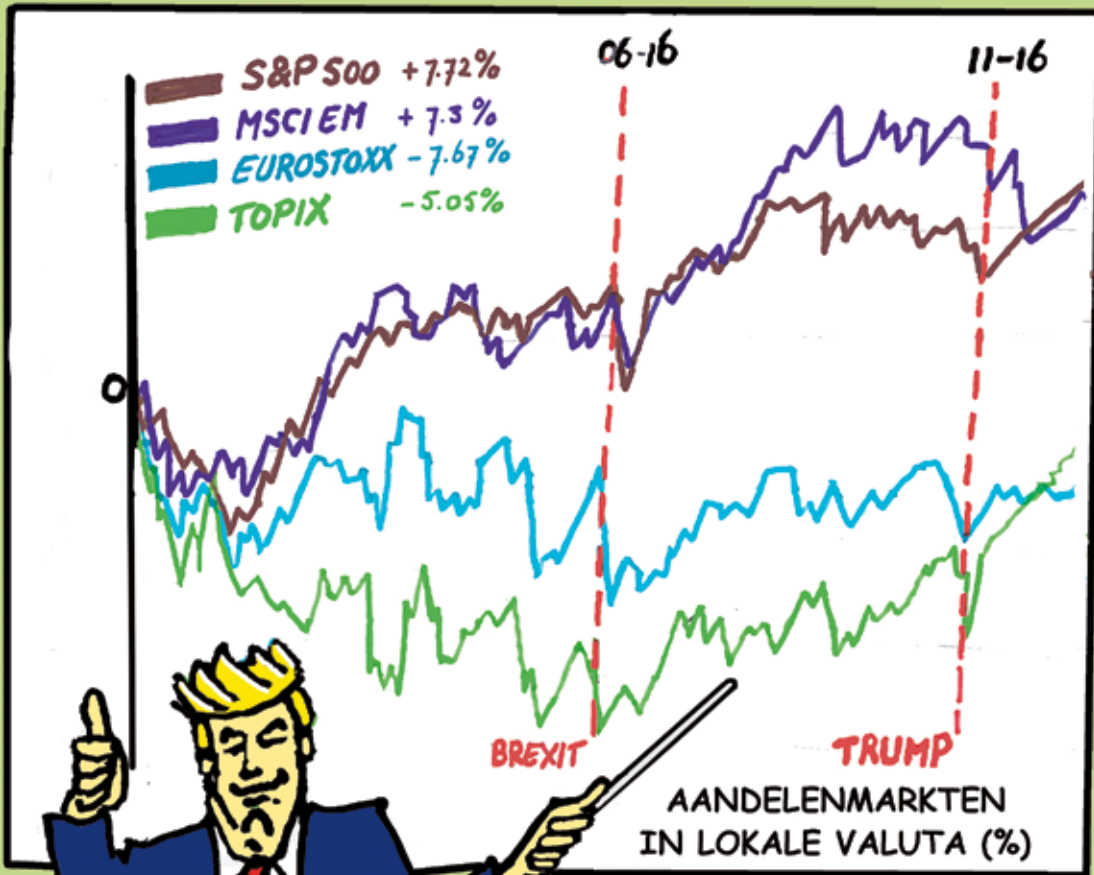
### Theodoor Gilissen

Op het favorietenlijstje van Theodoor Gilissen staan een Amerikaans, een Europees en een wereldwijd aandelenfonds, die zich richten op waarde-aandelen. Robeco US Large Cap belegt in Noord-Amerikaanse largecaps. 'De beheerder heeft een duidelijke value bias, maar kijkt ook naar kwaliteit en momentum', licht fondsselecteur Paul Linssen toe. Financials vormen een belangrijke basis van de portefeuille, net als IT en healthcare. 'Mocht de rente in de VS verder stijgen, dan verwachten we een goede bijdrage van dit fonds.'

Met het DNCA Invest Value Europe kiest Linssen voor een wat defensiever Europees aandelenfonds. 'Dankzij de sterke focus op risico, heeft dit fonds de neiging een relatief goed rendement te genereren in lastige markten.' Zijn derde fondstip is het Artisan Global Value. 'Dit fonds belegt wereldwijd in kwalitatief hoogwaardige bedrijven die financieel sterk zijn, gericht op de aandeelhouders en ondergewaardeerd zijn. Deze Amerikaanse fondsbeheerder gaat zeer gedisciplineerd te werk en wacht rustig kansen af om aandelen goedkoop in te kopen.' ■

JEROEN BOOGAARD IS FINANCIËEL JOURNALIST EN MEDEWERKER VAN FONDSNIEUWS.

# HET TRUMP-EFFECT



# TOP 5 BELEGGINGSFONDSEN MIJNBOW EN RUSSISCHE AANDELEN AAN KOP

Met het jaareinde in zicht, maakt Fondsnieuws de balans op. Wat waren de best presterende beleggingsfondsen en etf's van 2016 in de FN Universe van meest geadviseerde fondsen in Nederland?

TEKST HARM LUTTIKHEDDE

**B**eleggen komt voor een belangrijk deel aan op het bepalen van de juiste beleggingsmix. Uit onderzoeken blijkt dat de assetallocatie goed is voor wel 80% van het rendement. De top 5 aandelen overall en obligaties overall laten enkele van 'the places to be' van de afgelopen jaar zien.

Zo deden aandelen in de mijnbouwsector het goed, net als Russische aandelen. Binnen het vastrentende waardegedeelte van de portefeuille loonde het om de meer risicovolle segmenten van de markt op te zoeken.

Op fondsniveau draait alles om de visie van de fondsmanager en de aandelenselectie die daarbij aansluit. Banken en vermogensbeheerders laten zich bij hun keuze voor een fonds doorgaans leiden door het meerjarige trackrecord.

In sommige markten hebben beleggers echter geen vertrouwen in het vermogen van een fondsmanager om meerwaarde te creëren. Of ze zoeken slechts tijdelijke exposure naar een specifieke markt en willen niet het hele screeningsproces doorlopen. Dan kiezen ze voor een indextracker.

Brazilië lijkt een dergelijke markt te zijn. De tracker van iShares is het enige



CEREMONIËLE MARS OP HET RODE PLEIN IN MOSKOU. FOTO: HOLLANDSE HOOGTE

fonds in de FN Universe dat in deze aandelenmarkt belegt. De timing voor het plaatsen van een accent op Brazilië kon niet beter dan dit jaar. Het fonds steeg sinds januari ruim 64% in waarde waarmee het de lijst van best presterende aandelenfondsen in het Fondsnieuws-universum aanvoert.

In de FN Universe staan de meest geadviseerde beleggingsfondsen en trackers in Nederland. Daarin zijn de advieslijsten van de drie grootbanken plus Van Lanschot opgenomen. In totaal gaat het om 763 fondsen.

Het aanbod van beleggingsfondsen in Nederland is uiteraard vele malen groter. Wie kijkt naar alle fondsen die beschikbaar zijn voor verkoop in Nederland, wat ook kan in de fondsendatabase op de website van Fondsnieuws, vindt één fonds dat het year-to-date nog beter heeft gedaan dan de iShares ETF, en dat is het Commodity Discovery Fund van voormalig journalist Willem Middelkoop. ■

HARM LUTTIKHEDDE IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS, NIKOS CHALOS IS RESEARCHER.

## FONDSEN MET HET HOOGSTE RENDEMENT PER CATEGORIE

### AANDELEN NEDERLAND

	dit jaar	3 jaar
1 Think AEX ETF	7,24%	8,05%
2 iShares AEX ETF	7,01%	7,64%
3 Robeco Hollands Bezit	5,17%	8,02%
4 Kempen Orange Fund	1,53%	13,43%
5 NN Dutch Fund	0,17%	7,70%

### AANDELEN OVERALL

	dit jaar	3 jaar
1 iShares MSCI Brazil ETF	64,38%	-1,40%
2 BlackRock World Mining Fund	58,80%	-2,66%
3 Prosperity Russian Prosperity Fund	54,75%	-
4 HSBC Russia Equity	47,45%	-
5 East Capital Russian Fund	47,19%	-5,16%

### AANDELEN EUROPA

	dit jaar	3 jaar
1 Kempen Oranje Participaties	24,17%	20,32%
2 iShares Euro Dividend ETF	4,84%	8,50%
3 UBS MSCI EMU SR ETF	4,30%	8,67%
4 JP Morgan Europe Strategic Value	1,88%	6,01%
5 Goldman Sachs Europe Core Equity	1,12%	9,20%

### AANDELEN AMERIKA

	dit jaar	3 jaar
1 NN US High Dividend	21,03%	14,62%
2 Schroders US Small & Mid-Cap Eq.	20,03%	19,96%
3 BlackRock US Basic Value Fund	17,75%	14,71%
4 Amundi US Relative Value	16,78%	14,44%
5 Robeco US Premium Equities	16,02%	18,53%

### AANDELEN OPKOMENDE MARKTEN

	dit jaar	3 jaar
1 NN Emerging Europe Fund	24,81%	-2,61%
2 iShares MSCI Eastern Europe Capped	24,02%	-2,50%
3 Schroder Emerging Europe	23,99%	-0,39%
4 Sparinvest Ethical EM Value	19,06%	7,65%
5 iShares BRIC 50 ETF	18,21%	6,73%

### AANDELEN WERELDWIJD

	dit jaar	3 jaar
1 DB Croci Sectors Fund	19,66%	10,94%
2 M&G Global Dividend Fund	16,42%	-
3 Kempen Global High Dividend Fund	12,08%	10,52%
4 Robeco Global AC Multi-Factor Eq.	12,08%	-
5 Kempen Global Sustainable Equity	11,85%	8,34%

### OBLIGATIES OVERALL

	dit jaar	3 jaar
1 NN Hoog Dividend Obligatie Fonds	14,03%	2,57%
2 Robeco High Yield Bond	12,28%	5,43%
3 Pimco Socially Responsible EM Bond	12,04%	11,96%
4 Fidelity Asian High Yield Fund	11,84%	6,14%
5 Goldman Sachs EM Corporate Bond	11,57%	14,08%

### MULTI ASSET NEUTRAAL

	dit jaar	3 jaar
1 BlackRock Global Allocation D2RF	5,63%	10,21%
2 JP Morgan Global Income Fund	4,05%	3,87%
3 Carmignac Patrimoine	3,24%	4,91%
4 ABN Amro Profiefonds 4	2,89%	8,79%
5 NN First Class Multi Asset	2,70%	-



# 'PROBEREN DE MARKT TE TIMEN, IS ZINLOOS'

## ANTTI ILMANEN: BESCHIEDENHEID BETRACHTEN IS BETER

Beleggen op basis van inschattingen over waar de economische cyclus zich bevindt, leidt bijna altijd tot teleurstelling, zegt wetenschapper en kwantitatief belegger Antti Ilmanen op basis van onderzoek.

TEKST ANTON REIJINGA

**D**e Fin Antti Ilmanen is befaamd om de vele wetenschappelijke publicaties over kwantitatief beleggen die hij op zijn naam heeft staan. Hij was onder andere verantwoordelijk voor de implementatie van de factorstrategieën bij het Noorse staatsfonds. Daarnaast is hij een van de drijvende krachten achter het hedgefondshuis AQR Capital Management.

Voor het Europese congres van het CFA Institute kwam hij onlangs naar Amsterdam, om voor een bomvolle zaal beleggingsprofessionals een presentatie te geven met als onderwerp: 'Het genereren van rendement in een wereld van lage rentes.' Maar direct nuanceert hij deze titel door te stellen dat de lage rentestand debet is aan lage rendementen in het algemeen. De risicopremie op Amerikaanse aandelen is dan nog wel 3,9%, maar bovenop een reële tienjaarsrente van minus 1,1% leveren aandelen historisch zeer weinig op.

'Het instaprendement voor een typische 40/60 (aandelen/obligatie, red) portefeuille is daarmee slechts 1,1%', aldus Ilmanen. 'In Europa is de situatie vergelijkbaar.' Ook voor illiquide beleggingen, zoals vastgoed, zijn de aanvangsrendementen laag. 'Alle rendementen worden omlaaggetrokken door de rente.'

De geleidelijke daling van de rendementen stuwde de laatste jaren de waarderingen op, legt hij uit. 'Dit heeft geleid tot mooie koerswinsten. Maar deze verder extrapoleren naar de toekomst gaat niet werken. Althans, niet voor de komende 20 tot 30 jaar.'

Voor traditionele beleggers zit er niet veel anders op dan de 'mi-

nieme couponnetjes' op hun obligaties te innen, grijnst de beleggingsgoeroe. 'De winterperiode is aangebroken.'

Een alternatief is meer risico nemen. Dit kan via bedrijfsobligaties, illiquide beleggingen of hedgefondsen. De gemene deler van al deze strategieën is volgens Ilmanen het aandelenrisico.

### Lage rente

Sommige beleggers zullen tegenwerpen dat je je geld ook aan kunt houden in contanten of goud. Maar ook voor een dergelijke 'in- en uitstap'-strategie moet een belegger beschikken over sterke timing. 'En op dat vlak kunnen beleggers maar beter bescheidenheid betrachten', houdt de wetenschapper en belegger zijn gehoor voor.

Als het dan toch aandelenrisico wordt, dan zouden beleggers zich beter kunnen concentreren op het juiste aandelenrisico, aldus de quant. Hij onderscheidt daarbij verschillende 'stijlen': waarde, momentum, carry, kwaliteit en trend.

Dit zijn enkele veelgebruikte factoren. Hierbij valt op dat Ilma-

## 'VOOR VEEL BELEGGERS TREEDT DE WINTERTIJD NU WEL AAN'



ANTTI ILMANEN FOTO: MARTINE BERENDSEN

nen geen onderscheid maakt tussen small- en largecap-bedrijven, zoals in het bekende Fama- en French-factor model. Verder legt hij direct het verschil tussen trend en momentum uit.

‘Met trend - kijken wat afgelopen jaar omhoog is gegaan en daarin volgende maand long gaan - omarm je de richting van de markt. Momentum, dat wil zeggen het kopen van de winnaars en het verkopen van de verliezers, is op zichzelf marktneutraal.’

Ilmanen staat een integrale multifactorbenadering voor. ‘Gebruikmaken van verschillende managers is een slecht idee. Ze kun-

nen dan tegen elkaar handelen. Als bijvoorbeeld ieder van hen belegt in de beste 10% van de aandelen met hun specifieke stijlenmerken, mis je het aandeel met scores in het 11de, 12de en 15de percentiel en ik

## ‘MEERDERE MANAGERS GEBRUIKEN, IS EEN SLECHT IDEE’

garandeer je dat dit het aandeel bij uitstek is dat je wil hebben.’

### Veilige haven

In het verleden heeft de multistijlstrategie goed gepresteerd in zowel bull- als bearmarkten. Ilmanen: ‘Is het een veilige haven? Ik denk zo goed als iedere andere.’ Uiteraard blijven er risico’s, wil hij maar zeggen. Zelfs rond het omslagpunt van een risk-on- naar risk-off-omgeving, hield de strategie zich. ‘Over het algemeen zijn bearmarkten een geleidelijke bedoening.’ Ilmanen wijst erop dat harde koersdalingen vaak plaatsvinden in geleidelijk dalende markten. Hierop is een trendvolgende strategie dus geïmplementeerd.

Uiteraard doet een long-only-strategie het beter wanneer de economie uitbundig groeit en bij krimp juist minder. Om deze gevoeligheid voor de cyclus te beheersen, kan een belegger een long-short-benadering kiezen, meent Ilmanen. ‘Voor als je geen kristallen bol hebt. Ik heb die in elk geval niet.’

Recent onderzoek van de wetenschapper naar handelsstrategieën die reageren op macro-economische indicatoren leverde niet veel op. Omdat harde cijfers altijd pas achteraf uitkomen, werden de keerpunten meestal gemist en vielen de aan- en verkoopsignalen vaak halverwege de cyclus.

Als een belegger uit de zaal vraagt of het beleid van centrale banken ertoe doet, komt Ilmanen op hetzelfde argument. Centrale banken hebben voor de economische groei niet veel gedaan, ze hebben vooral de rente gedrukt en daarmee de waarderingen over de hele breedte opgestuwd. ‘Daarmee zijn ze vooral van belang voor de long-only-belegger.’ ■

ANTON REIJINGA IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.

# De Anatomische Les Factorbeleggen ontleed

HANS BETLEM: DE MEESTE WETENSCHAPPELIJKE BEVINDINGEN BLIJKEN LATER NIET TE KLOPPEN

**O**nlangs organiseerden het AMC, het VUmc en de Volkskrant voor de 23ste keer De Anatomische Les, een medische publiekslezing op het snijvlak van geneeskunde en maatschappij van een wetenschapper, die in zijn discipline internationaal toonaangevend is. De Anatomische Les 2016 werd gegeven door de Grieks-Amerikaanse epidemioloog en internist John Ioannidis.

Maarten Keulemans interviewde Ioannidis in 2015 voor de Volkskrant en schreef: 'Haast tien jaar geleden is het nu dat Ioannidis een bom tot ontploffing bracht in de wetenschap. Hij had de 49 meest geciteerde wetenschappelijke ontdekkingen uit de allerbeste medische vakbladen tegen het licht gehouden – en wat hij vond, was onthutsend. Achteraf bleken de meeste 'doorbraken' helemaal geen stand te hebben gehouden. Wetenschappers die de experimenten hadden herhaald, vonden vaak minder spectaculaire of zelfs helemaal geen resultaat. Kennelijk waren de ontdekkingen toevalstreffers, vergissingen of had men het te rooskleurig opgeschreven. De mooiste medische ontdekkingen bleken na een poosje spontaan te verdampen.'

Ioannidis publiceerde hierover het essay *Why Most Published Research Findings Are False*.

## Imaginaire effect

Veel van die onbetrouwbare onderzoeksresultaten zijn het gevolg van de neiging op zoek te gaan naar bewijs voor iets waar we in geloven. Vaak levert het onderzoek dan in eerste instantie inderdaad bewijs op. 'Maar naarmate we meer onderzoek doen, blijkt het allemaal minder spectaculair te zijn. Het effect dat we dachten te hebben aangetoond, blijkt meestal niet eens te bestaan.'

Op de vraag of de wetenschap een ingebouwde neiging heeft



REMBRANDT'S ANATOMISCHE LES

tot overdrijving, antwoordt hij: 'Het is wetenschappers niet toegestaan om niets te vinden. Het is hun werk om dingen te ontdekken. Anders krijgen ze geen financiering, maken ze geen promotie en krijgen ze te horen dat ze geen goede wetenschapper zijn.'

De volgende zaken kunnen een indicatie geven dat een 'ontdekking' op drijfzand is gebaseerd.

- De onderzoekers of hun instellingen hebben een persoonlijk belang bij de uitkomst.
- Het onderzoek is gefinancierd door een bedrijf of andere belanghebbende partij.
- Het onderwerp is modieus (voeding, kanker, overgewicht enzovoorts).

Bovenstaande bevindingen zouden ons moeten waarschuwen voor de kwaliteit en het waarheidsgehalte van de overgrote meerderheid van de beleggingsresearch die dagelijks geproduceerd wordt. 'Smart beta' is hiervan een voorbeeld. Zullen we de claims die de fondshuizen doen eens langs bovenstaande criteria halen?

De onderzoekers zijn vrijwel altijd in dienst van een fondshuis dat deze producten aanbiedt. Zij worden dan ook betaald om een resultaat te bereiken. De fondshuizen, op hun beurt, verdienen te weinig aan de goedkope trackers op brede indices, die daarbij ook nog eens een bedreiging vormen voor de actieve fondsen op hun schap. De smart beta-ontdekking stelt hen vervolgens in staat om hogere fees te vragen. Ten slotte likken beleggers hun vingers af bij de modieuze claim van 'smart beta'-wetenschappers dat het verslaan van de index een piece of cake is. ■

HANS BETLEM IS CHIEF INVESTMENT OFFICER BIJ DE VERMOGENSBEHEERDER IBS CAPITAL ALLIES.





# Alternatives **4** children



Support Children all over the world  
*and* get connected with  
the financial community.

Make a difference where it really matters.  
Join us now.

[info@a4c.nl](mailto:info@a4c.nl)  
[www.a4c.nl](http://www.a4c.nl)





**VERTROUWEN IS WETEN DAT ONZE BELEGGINGSBENADERING  
DE TAND DES TIJDS WEERSTAAT**

Sinds 1937 zien wij bij T. Rowe Price het als onze missie om altijd in het belang van onze cliënten te handelen. Hoe complex de markten ook zijn, onze beleggingsaanpak is duidelijk. Wij geloven in teamwork, gedegen onderzoek en een langetermijnaanpak. U kunt dus zowel in goede als slechte marktomstandigheden vertrouwen op onze duurzame beleggingsaanpak.

**Laat onze experts in het beleggen in aandelen en in vastrentende waarden voor u werken. [www.troweprice.com](http://www.troweprice.com)**

**Expertise op het gebied van aandelen en obligaties**

Alleen bestemd voor professionele cliënten. De waarde van een belegging en eventuele inkomsten daaruit kunnen zowel omlaag als omhoog gaan. Beleggers krijgen mogelijk een lager bedrag terug dan het bedrag dat ze belegd hebben. Gegevens per einde september 2015. Uitgegeven door T. Rowe Price International Ltd, 60 Queen Victoria Street, Londen EC4N 4TZ, dat erkend en gereguleerd is door de UK Financial Conduct Authority (de "FCA"). Uitgegeven in Zwitserland door T. Rowe Price (Zwitserland) GmbH ("TRPSWISS"), Talstrasse 65, 6th Floor, 8001 Zürich, Zwitserland. T. ROWE PRICE, INVEST WITH CONFIDENCE en het steenbok-ontwerp zijn, collectief en/of individueel, handelsmerken of geregistreerde handelsmerken van T. Rowe Price Group, Inc. in de Verenigde Staten, de Europese Unie, en andere landen. Dit materiaal is uitsluitend bedoeld voor gebruik in geselecteerde landen.