

- 1 - Ook indexbeleggingen vragen om actieve rol van een beheerder
- 2 - Chinabezoek delegatie Wealth Management Partners
- 3 - Dreigende wolken boven de Eurozone

Columns: [Zwakke euro een zegen voor globale belegger](#) en [Valkuilen van selectie op outperformance](#)

Wealth Management Partners (WMP) is gespecialiseerd in het gestructureerd beheren en regisseren van grote(re) vermogens. Voor een beperkt aantal cliënten voeren wij het beheer en de regie over circa € 1 miljard aan vermogen, waarmee wij in Nederland een vooraanstaande marktpartij zijn. Wij doen dat vanuit een volstrekt onafhankelijke positie. Wij zijn onafhankelijk in ons beleggingsbeleid, kennen een onafhankelijke eigendomsstructuur, en zijn onafhankelijk bij de selectie van een (depot)bank. Onze cliëntenkring bestaat in meerderheid uit ondernemers, vermogende families, verzekeraars en bestuurders van instellingen, stichtingen en fondsen voor charitatieve doelen. Referenties beschikbaar.



Ook indexbeleggingen vragen om actieve rol van een beheerder

Door Rico Bosma

De recente onrust op de financiële markten over de PIIGS-landen (Portugal, Ierland, Italië, Griekenland en Spanje) leert ons dat ook delen van de portefeuille die zijn ingevuld met indexfondsen en –trackers (passieve beleggingsproducten) actief gevolgd moeten worden. Veel actieve fondsmanagers verlaagden begin 2010 agressief de blootstelling naar de PIIGS-landen in hun portefeuille. In passieve beleggingsproducten bleef de blootstelling, tot het moment dat kredietbeoordelaar S&P de kredietwaardigheid van Griekenland verlaagde, echter op hetzelfde niveau.

Ook passieve
beleggingsproducten
vragen om actie

De indexregels, aan de hand waarvan het passieve beleggingsproduct wordt samengesteld en aangepast, bepalen of een downgrade van een land zorgt voor verwijdering uit een index en wanneer dit gebeurt. Beleggers in passieve beleggingsproducten op de Barclays Euro Government Index zagen bijvoorbeeld dat 24 Griekse leningen op 1 mei jl. uit de index werden verwijderd nadat S&P de rating op 27 april verlaagde. Dit betekende dat 4% van de onderliggende beleggingen gedwongen werd verkocht op een ongunstig moment. Het sentiment was door de downgrade zeer slecht en er werden vele beleggers op hetzelfde moment gedwongen afscheid van de belegging te nemen waardoor de prijsvorming verre van ideaal was.

Afbouw op (het)
slecht(ste) moment

De weging van Griekenland is relatief klein. De gezamenlijke weging van de PIIGS-landen in de gemiddelde obligatie-index is echter circa 40% (waarvan 23% Italië). Deze landen maken praktisch altijd deel uit van de ruim 100 obligatie-index en tracker producten die er in Europa beschikbaar zijn. Gedwongen afbouw van dergelijke percentages obligaties zou voor forse negatieve uitschieters in een portefeuille kunnen zorgen als hierop niet actief wordt geanticipeerd.

De Autoriteit Financiële Markten (AFM) heeft eind vorig jaar de leidraad 'Zorgvuldig adviseren over vermogensopbouw' uitgebracht. Hierin wordt gesteld dat passieve beleggingsproducten vanwege hun lage kosten aantrekkelijk zijn voor beleggers en dat hier in beginsel de voorkeur aan gegeven zou moeten worden boven actief beheerde fondsen. Door alleen te focussen op kosten wordt echter voorbij gegaan aan beperkingen van passieve beleggingsproducten.

Actief versus passief:
let niet alleen maar op
kosten

De manager van een actief beheerd fonds kan zijn fonds continu aanpassen aan de marktomstandigheden om het onderliggende risico op een bepaald niveau te houden en dit niet te sterk te laten schommelen. De belegger in een dergelijk fonds koopt dus eigenlijk marktexpertise in en mag hiervoor verwachten dat de manager het fonds continu aanpast volgens vooraf in de prospectus gestelde risicoparameters.

Beleggers in passieve beleggingsproducten zullen zelf constant een afweging moeten maken of het risico van de belegging niet is veranderd door de veranderde marktomstandigheden en of de belegging hiermee nog wel voldoet aan de doelstelling. Ook indexproducten vragen daarom om een actieve rol van de belegger en/of zijn adviseur.



Chinabezoek delegatie Wealth Management Partners

Door Bas Nienhaus

Het verhaal is bekend: in slechts 20 jaar tijd heeft China dankzij goedkope arbeid (1,4 miljard inwoners) en een centraal geleide economie zichzelf ongekend op de wereldkaart gezet door met goedkope(re) producten het aandeel in het wereldwijde BNP van 2% op te stuwen naar thans 16%. Daarnaast is de vaste koppeling van de "RMB" aan de dollar een sleutel tot succes, omdat de exportpositie hierdoor volgens macro economen nog een kunstmatige impuls kent. Welke zaken vielen ons op?

Het is duidelijk dat er een 'middenklasse' begint te ontstaan die de motor is voor binnenlandse, consumptiegedreven groei

De invloed van aandeelhouders is veelal niet duidelijk

- Signalen over sterke opwaartse druk op de lonen die de concurrentiepositie voor arbeidskosten-gevoelige sectoren verslechteren (m.n. versus India en Vietnam dat tot 50% lagere lonen kent). Maar tegelijkertijd is dit ook een noodzakelijke ontwikkeling om als land van 'emerging' naar 'developped' te ontwikkelen, omdat hierdoor de focus verschuift naar productiviteitsverbetering en toegevoegde waarde industrieën.
- China is met name 'booming' aan de kustgebieden (noord-oosten) en de 3 grote steden Shanghai-Beijing-Shenzen met totaal 50 mln inwoners, terwijl de verre (agrarische) binnenlanden relatief gezien achterblijven. Dit heeft te maken met de infrastructuur (een van de motoren achter de binnenlandse groei) en urbanisatie.
- Tijdens een 8-tal bedrijfsbezoeken, viel het ons op dat de meeste bedrijven jong zijn (10-12 jaar geleden opgericht) en vaak met een link naar een universiteit of overheid. De sfeer toont spirit en de toekomst ziet men zonnig: in booming China is de sky the limit;
- Onduidelijk is wat de invloedssfeer is van de grootaandeelhouders die bij alle bedrijven steeds weer opdoemen, vaak ook de overheid ("State Owned Enterprises").
- Het is duidelijk dat er een 'middenklasse' begint te ontstaan die de motor is voor binnenlandse, consumptiegedreven groei. Twee paar voorbeelden uit de praktijk: (i) Een bezoek aan de Chinese variant van Booking.com illustreerde de opkomst van reizen, vliegen en hotelindustrie. Het bedrijf heeft een marktaandeel van 50% op deze on-line markt (overigens nog wel via voornl. via call centers), maar heeft overigens nog 'maar' 10 miljoen klanten; (ii) Een bezoek aan een van de grootste autodealers van China, recente ge-IPO-ed, dat als warme broodjes auto's verkoopt aan prijs-ongevoelige Chinezen. Korting bedingen kent men in deze sector (nog) niet en iedere nieuwe vestiging is in 6 maanden winstgevend. Wachtlijden in het segment Audi-Mercedes-BMW zijn inmiddels opgelopen tot 6 maanden.
- Inmiddels heeft 50% van de Chinezen een mobiele telefoon en 35% heeft internet, waarbij de penetratiegraad in de 'booming' kustgebieden en grote steden vanzelfsprekend fors hoger ligt. Het toont de rappe ontwikkeling waarmee de consumptiepiramide wordt beklommen.

China is duidelijk een economie die zwaar op stoom ligt, geholpen door actief overheidsbeleid. Risico's zijn er weldegelijk, zowel macro (valuta, inflatie) als micro (gebrekkige transparantie). Voor een investeerder is het bovendien belangrijk om goed de maatschappelijke trends te volgen en deze te vertalen naar investeringskansen. De conclusie is daarmee dat China voor een belegger kansrijk blijft, maar wel door ter plaatse gebruik te maken van expertise bij het selecteren en actief monitoren van goed geleide bedrijven.



Dreigende wolken boven de Eurozone

Door Peter van Doesburg

In het tweede kwartaal van 2010 namen de spanningen op de kapitaalmarkt toe als gevolg van de schulden crisis in de Eurozone. De zorgen omtrent de herfinanciering van Griekse staatsschulden leidden tot een sterk oplopende Griekse rente en zelfs een faillissement werd niet langer uitgesloten. Hoewel de Griekse economie slechts een fractie (3%) van de totale Eurozone omvat, kwam de euro sterk onder druk te staan en daalde naar het laagste punt in zeven jaar ten opzichte van de Amerikaanse dollar.

Een faillissement van Griekenland werd niet langer uitgesloten

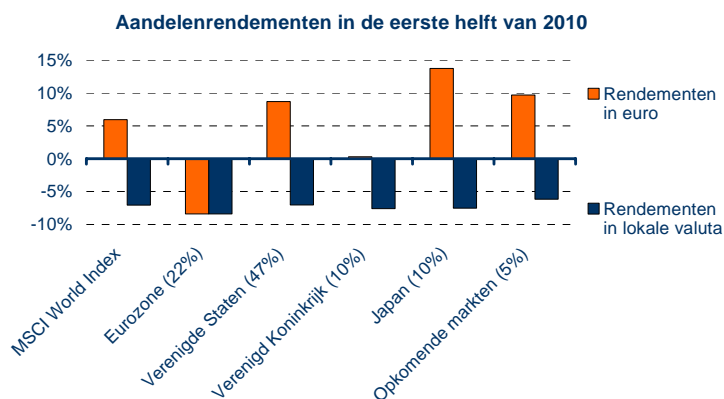
Deze daling kwam mede doordat mogelijk ook andere landen met hoge staatsschulden zouden kunnen worden meegesleurd in de schulden crisis. Gevreesd werd dat Portugal de volgende speelbal van de kapitaalmarkten zou worden en wellicht daarna ook Spanje. Ook ontstond opnieuw onzekerheid over de fragiele Europese bankensector, die geconfronteerd zou kunnen worden met nieuwe afschrijvingen, ditmaal niet afkomstig van de particuliere sector maar nu ook van noodlijdende overheden. De euro daalde in de eerste helft van 2010 tegen vrijwel alle belangrijke valuta. De dalingen ten opzichte van de twee belangrijkste valuta, de Amerikaanse dollar en de Japanse yen, waren met circa 15% het grootst.

Financieringsbehoefte voor de komende twee à drie jaar veiliggesteld

Als gevolg van de escalatie van de schulden crisis werden de eurolanden gedwongen noodmaatregelen te nemen om de euro en de cohesie van de Eurozone te beschermen. Dit resulteerde begin mei in een garantiestelling van in totaal € 750 miljard aan kwetsbare staatsschulden. Van dit bedrag droeg het IMF € 220 miljard bij. Door deze ingreep werd de financieringsbehoefte voor de zwakkere landen binnen de Eurozone voor de komende twee à drie jaar veiliggesteld. Dit betekent echter niet dat de lange termijn problematiek ook is opgelost; er werd slechts tijd gekocht met deze noodmaatregelen om de rust op de financiële markten te herstellen.

Een gevolg van het verzwakken van de euro was de positieve impact daarvan op de beleggingsrendementen. De rendementen, gemeten in lokale valuta van de belangrijkste aandelenmarkten, waren in de eerste helft van 2010 allen negatief zoals te zien is in onderstaande grafiek. Doordat vrijwel alle vreemde valuta stegen ten opzichte van de euro ontstond toch een positief resultaat van 5,9% omgerekend in euro. Dit positieve resultaat flatteert echter wel de matige ontwikkelingen op de internationale aandelenmarkten.

Sterke discrepantie aandelenrendementen in lokale valuta versus euro's

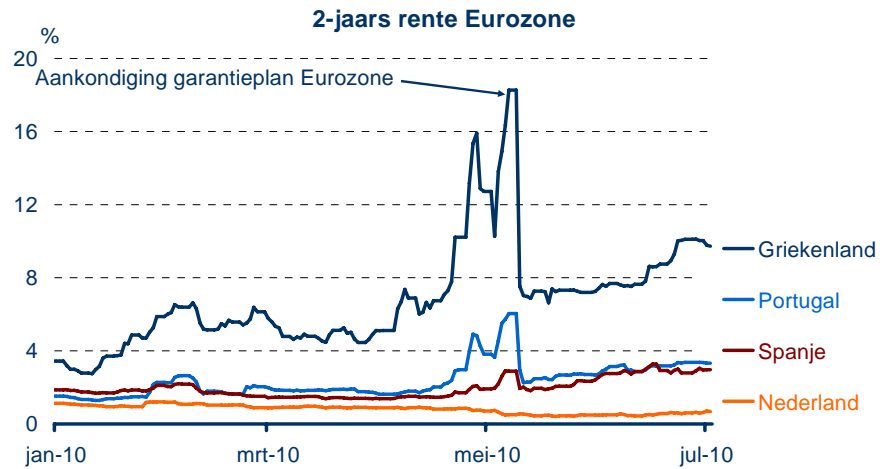


Sterke renteversillen als gevolg van de schulden crisis

Een ander gevolg van de schulden crisis was dat de rente fors opliep in de zuidelijke lidstaten van de Eurozone. In Griekenland liep de 2-jaarsrente zelfs tijdelijk op naar 18%. Toen de garantiestelling na lang aarzelen door de lidstaten werd goedgekeurd, daalden de rentes terug naar niveaus van vóór de crisis. Echter, sindsdien loopt de rente in de zuidelijke regio geleidelijk weer op, hetgeen duidelijk maakt dat de schulden crisis nog niet is bezworen.

Schulden crisis lijkt nog niet bezworen

Rente in zuidelijke Eurozone landen liep sterk op in het tweede kwartaal



Bron: Bloomberg

Staatsobligaties van solide landen fungeren nog steeds als vluchthaven

In de afgelopen maanden tekende zich een sterke discrepantie af binnen de euro lidstaten. Terwijl de rente van de probleelanden opliep, daalde de rente juist in de landen die een relatief sterke uitgangspositie hadden. Zo daalde de 10-jaarsrente in Nederland bijvoorbeeld voor het eerst in de geschiedenis onder de drie procent, terwijl ook in Duitsland nieuwe laagterecords werden bereikt. De staatsobligaties van de meer solide landen fungeerden hiermee nog steeds als een vluchthaven in onzekere tijden. Dit had tot gevolg dat de rente in de Eurozone als geheel daalde, ondanks de opdoemende sterke toename van de staatschulden in de regio.

De euro lidstaten hebben vrijwel allemaal forse bezuinigingen aangekondigd in reactie op de schuldencrisis. Het besef is ook bij de zuidelijke lidstaten doorgedrongen dat het garantiepakket van de gezamenlijk lidstaten en het IMF niet voldoende is om het vertrouwen van de kapitaalmarkten permanent terug te winnen. Daarvoor is ook een duurzame budgetdiscipline noodzakelijk. Ondanks de aangekondigde bezuinigingen is het nog zeer de vraag hoe deze in de praktijk zullen uitpakken. Het zwaartepunt van de maatregelen is over het algemeen pas gepland over een flink aantal jaren en is zonder uitzondering nog niet duidelijk vastgelegd.

De staatsschuld zal gaan oplopen richting 100% van het BBP

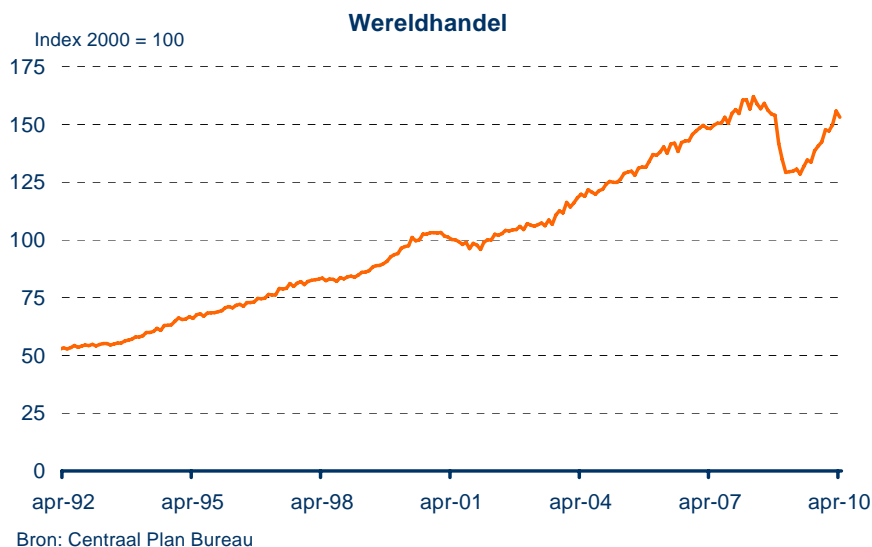
Voorts is sprake van toenemende sociale onrust, met name over het verhogen van de pensioengerechtigde leeftijd. Met uitzondering van Luxemburg overschrijden alle lidstaten de norm voor begrotingstekort van 3% van het BBP, zoals die is vastgelegd in het verdrag van Maastricht. Voor de komende jaren betekent dit dat de staatsschuld in Europa fors zal gaan oplopen richting de 100% van het bruto binnenlands product. Ook in de Verenigde Staten tekent een dergelijk ontwikkeling zich af. Met het oplopen van de staatsschulden wordt de problematiek van de kredietcrisis feitelijk doorgeschoven naar de toekomst.

De wereldeconomie herstelt verder

Herstel van de wereldhandel zet door

Het herstel van de wereldeconomie dat in 2009 startte, heeft zich in 2010 verder voortgezet. Dit wordt geïllustreerd door het aanhoudend sterke herstel van de wereldhandel dat het niveau van vóór de kredietcrisis begint te benaderen. Hieruit blijkt dat het economische vertrouwen sneller is teruggekeerd dan eerder werd aangenomen. Het IMF heeft dan ook haar verwachtingen voor de groei van de wereldeconomie in het tweede kwartaal verhoogd van 3,25% naar 4,25%.

De wereldhandel is bijna terug op het niveau van vóór de kredietcrisis



De zwakke euro bevordert de export

De financieringscrisis binnen de Eurozone heeft nog geen negatief effect gehad op de wereldeconomie en de Europese economie. Op de korte en middellange termijn is het effect waarschijnlijk zelfs positief doordat de zwakke euro de export vanuit de Eurozone bevordert. Dit komt vooral ten goede aan de noordelijke landen binnen de Eurozone, zoals Duitsland, waar het producentenvertrouwen onder invloed van de zwakke euro naar het hoogste niveau is gestegen sinds de uitbraak van de kredietcrisis.

Exporten van China en Taiwan groeiden boven verwachting

Het economische herstel in de Verenigde Staten wordt voornamelijk gedreven door de consumentenbestedingen. Ondanks de aanhoudend hoge werkloosheid, de op een laag niveau stagnerende huizenprijzen en een lage spaarquote is er sprake van een toenemende koopbereidheid.

De opkomende markten hebben ook in het tweede kwartaal hun leidende economische positie behouden. Na enige aarzeling en onzekerheid over de duurzaamheid van de groei bleek met name de export in Azië zich zeer sterk voort te zetten. Exporten in zowel China als Taiwan groeiden boven verwachting met meer dan 50% ten opzichte van een jaar eerder.

Ondanks de groei en het herstel van de wereldeconomie blijven structurele onevenwichtigheden bestaan. De Amerikaanse consument geeft teveel geld uit, terwijl de consumenten in de rest van de wereld juist te weinig besteden. In dat perspectief is het een gunstige ontwikkeling dat China onlangs besloten heeft om de Yuan geleidelijk te laten appreciëren tegen de Amerikaanse dollar. Hiermee zal naar verwachting de Chinese export worden geremd en de interne consumentenbestedingen toenemen.

Economische groei (%)	2009	2010	2011
Wereld	-1,1	4,4	4,0
Eurozone	-4,0	0,9	1,0
Verenigde Staten	-2,4	3,5	3,6
Japan	-5,2	3,3	0,8
G7-ontwikkelde landen	-3,5	2,8	2,5
Azië excl Japan	5,5	8,4	7,6
Latijns Amerika	-2,7	4,5	3,7

Bron: Deutsche Bank

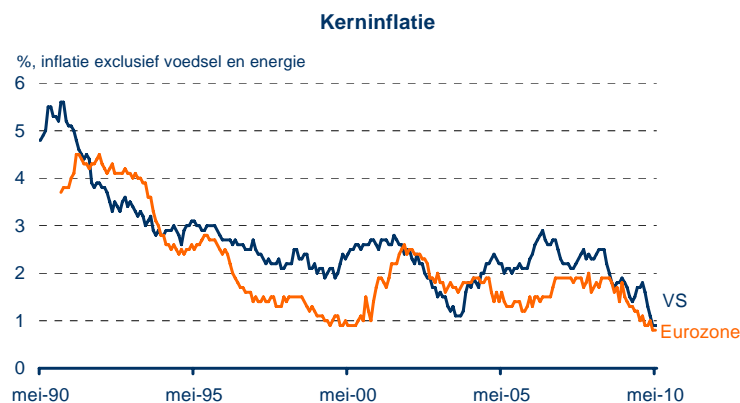
De inflatie is op dit moment afwezig in ontwikkelde landen

Inflatie afwezig in ontwikkelde landen

De afgelopen maanden is opnieuw gebleken dat inflatie volledig afwezig is in de ontwikkelde landen. De kerninflatie (de inflatie exclusief de beweeglijke voedsel- en energieprijzen) daalde zowel in de Verenigde Staten als in de Eurozone naar het laagste niveau in meer dan vijftig jaar. Ondanks dat de korte rente in beide regio's dicht tegen de nul procent wordt gehouden en de geldpersen draaien, ontstaat geen opwaartse druk op prijzen. De hoge werkloosheid en de zeer lage bezettingsgraad zorgen ervoor dat de lonen en prijzen laag blijven in de ontwikkelde landen. Het is onze verwachting dat deze ontwikkeling blijft doorzetten tot in ieder geval 2011. Hiermee zal waar-schijnlijk ook de korte rente op het huidige lage niveau worden gehouden.

De inflatiesituatie in de opkomende markten is -in tegenstelling tot de ontwikkelde landen- een stuk dreigender. De aanhoudende robuuste economische groei en de daarmee gepaard gaande groeiende consumentenbestedingen leiden tot opgaande stijgende prijzen en hogere lonen. Illustratief hierbij is het groeiend aantal loonconflicten in China dat zich manifesteerde gedurende de eerste helft van 2010.

Kerninflatie in de Verenigde Staten en Eurozone thans laagst in 50 jaar



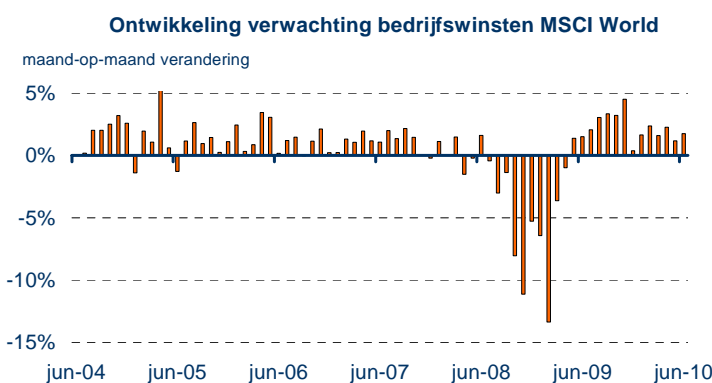
Bron: Bloomberg

Winstmomentum bedrijfsleven aanhoudend positief

Sinds april 2009 is er sprake van een onafgebroken reeks van stijgende winstverwachtingen. Hierbij worden de 12-maands voorwaartse consensus verwachtingen van de bedrijfswinsten bezien, aangezien deze voor de beurskoersen meer relevant zijn dan winsten uit het verleden. Hoewel het momentum lijkt af te nemen, blijft het opwaarts gericht. Deze ontwikkeling wordt ondersteund door het producentenvertrouwen dat zich weer op niveaus bevindt van 2006 en 2007, hetgeen de topjaren waren van de wereldeconomie.

Het momentum blijft opwaarts gericht

Positief momentum winsten zwakt af maar is nog wel positief



Bron: Bloomberg

Bedrijven staan er financieel relatief goed voor

Naast de winstgevendheid staan ook de balans- en kaspositie van bedrijven er relatief goed voor, zowel in de ontwikkelde landen als in de opkomende markten. Bedrijven zijn daarmee goed voorbereid op mogelijke nieuwe tegenslagen in de nabije toekomst. Desondanks is de renteopslag van bedrijfsobligaties ten opzichte van staatsobligaties in het tweede kwartaal opgelopen als gevolg van de staatsschuldencrisis in de Eurozone.

Waarderingen aandelen aantrekkelijk versus staatsobligaties

Doordat de koersen van aandelen wereldwijd per saldo niet zijn gestegen vanaf het begin van 2010 (in lokale valuta) en de winstverwachtingen wel zijn verhoogd, zijn de waarderingen van aandelen aantrekkelijker geworden.

Koerswinst verhouding (o.b.v. twaalfmaands voorwaartse verwachtingen)

	Wereld	Eurozone	VS	Japan	Opkomende markten
31-12-2009	14,3	12,4	14,4	20,0	12,8
30-06-2010	11,5	10,2	11,6	14,2	10,4

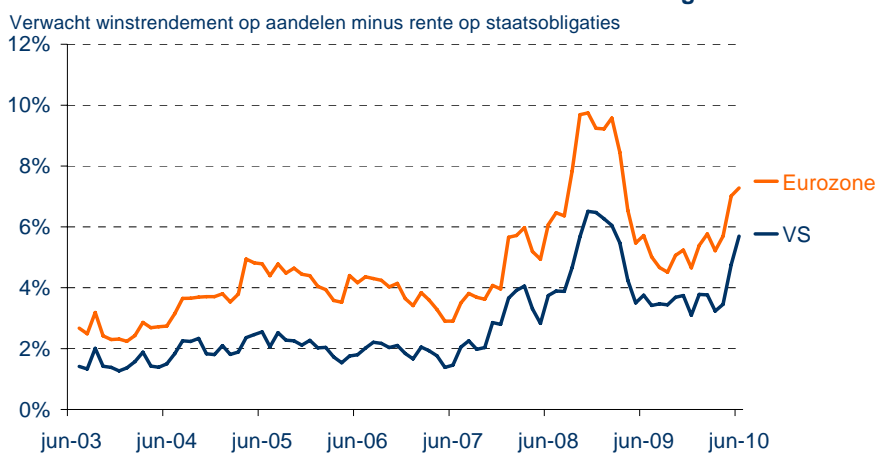
Bron: MSCI, Bloomberg

Het rendement op staatsobligaties daalt verder

De rendementen op staatsobligaties zijn voor de meeste landen verder gedaald, ondanks (of misschien wel dankzij) de schuldencrisis in de Eurozone. Dit heeft tot gevolg dat het verschil tussen het winstrendement op aandelen en het rendement op staatsobligaties verder verschoven is in het voordeel van aandelen.

Rendementsverschil aandelen versus staatsobligaties opgelopen in H1 2010

Rendementsverschil aandelen versus staatsobligaties



Bron: Bloomberg

Amstelveen, juli 2010