

## Dromen mag, kopen niet

14 maart 2009 | Het Financieele Dagblad | Door: Strik, V.

**Als het over beleggingsfondsen gaat, gaat het ook over de portefeuilles waarin zij moeten worden opgenomen. Een rondje langs professionele beheerders levert een duidelijke boodschap op: reiken naar de sterren is er nog even niet bij.**

Een simpele case. Een echtpaar van 40 en 45 jaar met twee kinderen heeft een vermogen van enkele tonnen. Het wil dit vermogen beleggen voor een aanvulling op het onzeker geworden pensioen of - als het toch blijkt mee te zitten - voor eerder stoppen met werken. De beleggingshorizon is dus 15 tot 20 jaar. Man en vrouw zijn geen avontuurlijke beleggers.

Deze case is voorgelegd aan negen professionals van ABN Amro, ING, Iris (Robeco/Rabobank), MeesPierson, Van Lanschot, Lombard Odier, AFS Capital Management, Amstel Capital Management en Philipse & Co. Alle maken het voorbehoud dat voor een serieus advies meer informatie nodig is. Maar afgaande op de summiere case, komt men gemiddeld op een min of meer neutrale portefeuille uit. Over hoe zo'n portefeuille er op dit moment uit zou moeten zien, verschilt men echter nogal van mening, behalve dat die zo defensief mogelijk moet zijn. Michael Kaal, hoofd beheer van AFS Capital Management: 'We zijn niet op zoek naar outperformance, maar naar het verwezenlijken van het doel. Het neerwaartse risico is thans nog groter dan het opwaartse. Eerst moet de markt tot rust komen.' Arjan van Assen, senior vermogensbeheerder en mededirecteur van **Philipse & Co**: 'Alles is erop gericht om de huidige periode zo goed mogelijk door te komen en voldoende middelen beschikbaar te hebben zodra dat opportuun wordt. Pas bij een duidelijke verbetering van de economie kan voorzichtig een hogere weging aan aandelen worden toegekend. Flexibiliteit is nu belangrijker dan ooit en wij blijven voorlopig dan ook uit illiquide beleggingen.'

### Twee tot drie jaar

Van de vooruitzichten voor de economie en de aandelenmarkten op korte termijn wordt niemand vrolijk. De somberste visie wordt verwoord door Eric Sieglhoff, hoofd strategie en tactische asset allocatie bij ING Investment Management. Hij voorziet dat de economieën en de aandelenmarkten twee tot drie jaar nodig zullen hebben om weer op te krabbelen. En dan alleen nog maar als de overheden de juiste beleidsmaatregelen nemen, anders dreigt een Japans scenario. Tussentijdse beursrally's zullen zich voordoen, maar niet duurzaam blijken. 'Sinds het begin van de subprimecrisis is de ene na de andere dominosteen omgevallen en nu is het niet-financiële bedrijfsleven aan de beurt. Aandelen mogen in koerswinsttermen goedkoop lijken, maar de winstverwachtingen zullen nog met 40-50% neerwaarts moeten worden bijgesteld. De "deleveraging" is nog in volle gang. De economieën zullen eerst nog verder verslechteren en de werkloosheid zal in de VS op kunnen lopen tot 10%. Europa loopt achter, maar kan zijn borst natmaken en de ECB zal de rente verder moeten verlagen. Alleen een massieve, snelle en gecoördineerde

actie van de overheden kan uitkomst bieden.' Volgens Sieglhoff zullen de landen die het eerst uit het dal kruipen de VS, het Verenigd Koninkrijk en China zijn. Daarmee sluit hij aan bij de analyse van de meeste andere beheerders. Zij zien eveneens de VS en China als startmotor voor het toekomstige herstel.

Ben Steinebach, beleggingsstrateeg bij MeesPierson, is - tegen zijn natuur in - nauwelijks optimistischer. 'Ik ben heel erg geschrokken van de afgelopen maanden. Sinds een paar weken zijn we nog verder onderwogen in aandelen. Er komt nog veel slecht nieuws aan. Eerst zullen de belangrijkste vooruitlopende macro-economische indicatoren ten minste moeten stabiliseren, voordat wij weer wat positiever worden.' Evert Waterlander, hoofd beleggingsstrategie bij ABN Amro is even somber over de aandelenmarkten: 'Aandelen lijken goedkoop, maar een herstel naar de oude niveaus zit er voorlopig niet in. We hebben een reëel welvaartsverlies geleden. Ik voorzie geen snelle omslag.' Arjan van Assen van **Philipse & Co**: 'Het adagium dat aandelen over langere tijd gemiddeld 8% per jaar renderen, gaat al lange tijd niet meer op.'

Tot het kamp dat toch wel wat lichtpuntjes ziet, behoort Erik Nienhuis, hoofdeconoom bij de private bank Lombard Odier. Hij onderschrijft dat er 'nog veel zure appels verslonden moeten worden', maar volgens hem kan de lucht wat opklaren zodra de rente verder is gedaald, in de VS de stresstests van de 19 grote banken zijn verwerkt en president Obama's plannen aanslaan om huisuitzettingen te voorkomen. Hij heeft het dan ook over maanden in plaats van jaren voordat structureel weer wat meer risico in de portefeuille kan worden genomen. 'Voor de durvers, die al een bodem in de aandelenmarkt nabij zien, zijn convertibles interessant.' Ook Lars Dijkstra, cio van Kempen Capital Management en voorzitter van de asset allocation-commissie van Van Lanschot, durft wat verder vooruit te kijken: 'We hebben de afgelopen maanden het risico opgezocht in de obligatiesfeer. Ik voorzie de komende maanden een draai naar aandelen. Om die draai te maken, moeten de spreads op bedrijfsobligaties eerst flink naar beneden. Zolang dat niet het geval is, is het risico-rendementprofiel van bedrijfsobligaties beter. Bovendien geven zij aan dat het vertrouwen in de bedrijven nog onvoldoende is hersteld.'

Naast Nienhuis en Dijkstra zitten ook sommige andere beheerders en adviseurs al op het vinkentouw. Zij zien kansen opdoemen, maar blijven voorlopig nog erg defensief. Zeker als het aandelen betreft. Het beperken van het neerwaartse risico wordt op dit moment immers als de belangrijkste opdracht gezien. Het is dan ook niet verwonderlijk dat het aandelenbelang in de gemiddelde portefeuille behoorlijk laag is.

#### **Aandelen: 21%**

Slechts 21% van de portefeuille wordt door de geraadpleegde professionals op dit moment in aandelen belegd. Het betreft hier het gemiddelde van acht portefeuilles, ING Investment Management wilde om 'compliance-redenen' geen percentages noemen. De onderliggende verschillen zijn groot. Aan de onderkant, met 0%, zit Conrad-Jan Crol, vermogensbeheerder bij Amstel Capital Management. Hij werkt liever met long/short-hedgefondsen. Léon Cornelissen, hoofd strategie en productresearch bij Iris, heeft met 30% een relatief flink pakket aandelen. 'De strategische asset-verdeling wordt maar twee keer per jaar aangepast, in de tussentijd proberen we met "sectorbets" op de actualiteit in te spelen.' Die sectorbets zijn dan, evenals bij de andere beheerders, vooral gericht op defensieve sectoren. Erik Nienhuis van Lombard Odier begint al wat verder te kijken dan de defensieve sectoren: 'De zwaarst getroffen maar wel levensvatbare bedrijven zullen het hardst herstellen. Het blijft nog twee of drie maanden heel onrustig. We gaan straks voorzichtig omhoogkijken naar de in elkaar getrapte aandelen en sectoren, zoals de banken en de cyclische bedrijven.'

Niet iedereen is overtuigd van het nut van sectorbets. Michael Kaal van AFS: 'We volgen geen benchmarks en doen niet aan sectorbets. De kans op missers is te groot. In efficiënte markten werken we alleen met indexvolgers, de zogenoemde trackers of ETF's, in niet-efficiënte markten ook met actief beheerde fondsen (long/short). Een actief management levert vaak negatieve resultaten op.'

#### **Obligaties: 41%**

Obligaties zijn op dit moment gemiddeld verreweg de belangrijkste categorie. Het is ook de categorie waarin de meeste activiteit plaatsvindt. De meeste beheerders zijn bezig, of denken erover, om van veilige staatsleningen meer in bedrijfsobligaties te stappen. Conrad-Jan Crol van Amstel Capital: 'Van de portefeuille zit 20% in obligaties. Dat zijn nu nog vooral staatsleningen, maar dat gaat naar bedrijfsobligaties. Overheden krijgen problemen. Bedrijfsobligaties krijgen nu weliswaar klappen, maar in de tweede helft van 2009/begin 2010 ontstaan er mogelijkheden. Bij de achtergestelde leningen aan de financials zitten de echte risico's. Als je niet gelooft dat die instellingen failliet gaan, heb je zo 30% rendement te pakken. Mogelijk wordt mij over drie jaar verweten dat ik dat toch had kunnen voorzien.' Crol maakt zich druk over het feit dat reverse convertibles vaak tot de obligaties worden gerekend. 'Het is een schande dat de reverse convertibles in de meeste portefeuilleoverzichten onder obligaties staan. Daar loop je gewoon het aandelenrisico op. Hier zijn duidelijk fouten gemaakt. Claims zou je met twee vingers in de neus moeten kunnen winnen.'

Lars Dijkstra van Van Lanschot: 'Sinds de zomer hebben we het cashdeel verschoven naar lange staatsleningen. De looptijd is nog steeds lang, omdat de rente nog aanzienlijk zal dalen. Sinds november verschuiven we in de richting van bedrijfsobligaties. De renteversillen met staatsleningen zijn te groot. In offensievere portefeuilles gaan we nu ook naar het high yield-segment als alternatief voor aandelen. Daar zijn opbrengsten van 15% tot 16% mogelijk. Een aantal van die bedrijven zal failliet gaan, maar waarschijnlijk hou je dan nog altijd een mooie opbrengst over.'

Evert Waterlander van ABN Amro is terughoudender. 'Obligatieklappen zijn de ergste klappen die je kunt krijgen. Die kun je niet meer herstellen. De obligatieportefeuille is het zwemvest, daar moet je dus geen risico mee lopen.' Hij zit dan ook voor 90% in staatsobligaties met de hoogste kwaliteit (AAA), waarbij hij een duidelijke voorkeur heeft voor

Nederland en Frankrijk, die zijn beter geprijsd dan Duitsland. Slechts 10% gaat naar bedrijfsobligaties, en dan alleen maar van bedrijven met een hoge rating (AA). 'De beste bedrijven worden aantrekkelijker, daaronder nog niet.'

#### **Cash: 21%**

Werd het aanhouden van cashposities tot voor kort als uiterst veilig gezien, dat is nu niet langer vanzelfsprekend. Michael Kaal: 'Wij beleggen de cashposities via een EFT-geldmarktfonds. Daarmee zit het geld in een effect en heeft de belegger geen depositorisico op financiële instellingen. Je moet wel weten wat er onderliggend in een dergelijk fonds zit.' Conrad-Jan Crol heeft een deel van de cashposities geparkeerd in staatsobligaties en datzelfde heeft Lars Dijkstra gedaan, mede omdat de rente volgens hem nog aanzienlijk gaat dalen. Evert Waterlander adviseert om gebruik te maken van de overheidsgarantie zolang de rente op spaarrekeningen nog relatief hoog blijft. Hij wijst er verder op dat het echtpaar in de voorgelegde case kan opteren voor de fiscale mogelijkheden van banksparen. Dit scheelt 1,2% vermogensheffing per jaar. Er moet dan later wel een periodieke uitkering voor worden aangekocht.

#### **Hedgefondsen: 12%**

Over hedgefondsen zijn de meningen scherp verdeeld. Gemiddeld wordt 12% in deze categorie gestopt, maar de spreiding is groot, tussen 0% tot 40%. Léon Cornelissen van Iris: 'Voor ons zijn hedgefondsen geen aparte asset-categorie. Het belofde absolute rendement is in 2008 absoluut niet waargemaakt. Voor de groep als geheel zijn hedgefondsen een zero sum game, een bottom up-selectie kan wel zinvol zijn.' Conrad-Jan Crol zet veel van zijn kaarten op hedgefondsen: 'Wij zitten voor 40% in long/short-hedgefondsen. Vorig jaar zijn ze positief geëindigd. Wij zien deze fondsen als defensief. Voor ons zijn het obligaties plus een potentieel. Van funds of hedgefunds heb ik mijn buik vol. Ze hebben geen toegevoegde waarde en je moet het werk van de fondsmanager overdoen. Als een van de onderliggende fondsen dichtgaat, gaat het verzamelfonds ook dicht. Ik richt mij op drie fondsen van JPMorgan, Blackrock en Threadneedle. Die hebben vorig jaar goed gepresteerd en doen het dit jaar ook goed.' Lars Dijkstra heeft het vertrouwen in funds of hedgefunds echter niet verloren: 'We blijven bij funds of hedgefunds, mits de liquiditeit van het fonds spoort met die van de onderliggende beleggingen. Voor onze voorzichtige portefeuille 10%, voor offensievere portefeuilles 15-20%. Wij geloven in een shake-out in de hedgefondsindustrie, maar ook hier moet je het kaf van het koren weten te scheiden. Bovendien hebben de offensievere hedgefondsen het afgelopen jaar helemaal niet zo slecht gepresteerd met gemiddeld min 21% versus min 40-50% voor de aandelenindices.'

#### **Overige: 6%**

Van de overige beleggingsmogelijkheden blijven grondstoffen behoorlijk overeind (gemiddeld 3% van de totale portefeuille). Volgens Erik Nienhuis kan er al 'voorzichtig worden ingezet op herstel van de grondstoffenmarkten. De olieprijs is ver onder de kostprijs gezakt, terwijl er nog geen alternatief is. Problemen aan de aanbodkant zijn bovendien niet ver weg.'

Vastgoed (gemiddeld 1% van de portefeuille) is momenteel bij niemand populair. Arjan van Assen van **Philippe & Co** verwoordt het algemene sentiment: 'De afwaarderingen van vastgoed zijn pas net goed op gang gekomen, er is nog een lange weg te gaan.' Ook private equity is volgens Evert Waterlander 'uit': 'We adviseren op dit moment geen private equity. Dat is verschrikkelijk moeilijk. Bij een goed gespreide portefeuille zijn er al drie of vier lagen beloningen overheen gegaan. Direct beleggen in private equity is riskant en bovendien mis je dan de karakteristieken van de beleggingscategorie.'

Het beperken van het neerwaartse risico wordt op dit moment als de belangrijkste opdracht gezien. Het gaat nu om kapitaalbehoud