

Hoe ABN, Achmea en Clavis zich positioneren voor het eindspel

Door Harm Luttikhedde - Vandaag | [FN Premium](#)

Nu de volatiliteit terug is op de markten dringt de vraag zich op of het eindspel begonnen is en hoe je je nu moet positioneren. ABN Amro MeesPierson, Achmea Investment Management en het multi-family office Clavis geven antwoord.



'Als je richting het eind van de cyclus gaat, ontkom je er niet aan om in staatsobligaties te beleggen. Want hoewel de rentes nu nog oplopen, zullen ze vanaf het hoogtepunt weer dalen', zegt hoofdstrateeg Ralph Wessels van ABN Amro MeesPierson.

'Dus zul je een keer moeten beginnen met het opbouwen van je positie in staatsobligaties. Recent hebben we daar de eerste stap in gezet.'

De grootste private bank van Nederland verhoogde in zijn beleggingsmix de weging van staatsobligaties van zwaar onderwogen naar 'normaal' onderwogen, ten koste van de kaspositie. Obligaties van kredietwaardige landen beschermen de portefeuille tegen dalende aandelenkoersen omdat ze gelden als een veilig heenkomen voor beleggers op de vlucht. Hierdoor stijgen de koersen van obligaties en, inherent hieraan, dalen de rentes.

Wessels: 'Je kunt wel wachten en dan in een keer naar overwogen gaan, maar dat is haast onmogelijk om goed te timen. Bovendien verwachten we niet dat de rentes heel snel zullen stijgen.'

Bij aandelen houdt ABN Amro MeesPierson vast aan de 'kleinst mogelijke' overwogen positie. 'Vooralsnog gaan wij uit van een goed jaar voor de aandelenbeurzen en geloven wij niet dat we al bijna op de top van de cyclus zitten', zegt de strateeg. 'Qua waarderingen en in iets mindere mate de risicopremie is er weinig opwaartse druk op aandelenmarkten. Maar omdat het economisch en met de bedrijfswinsten goed gaat, en het vertrouwen hoog blijft, kunnen de markten nog verder omhoog.'

Binnen aandelen heeft de bank een voorkeur voor opkomende markten. 'Kijk je naar sectoren, dan hebben we nog steeds een cyclische inslag en zitten we overwogen in energie, industrie en luxegoederen en diensten.'

Risico afbouwen

Gaat de economische groei afnemen 'en dat punt komt op een gegeven moment onherroepelijk', zegt Wessels, 'dan wordt het tijd om risico af te bouwen en om in defensieve aandelen te gaan. Onroerend goed, staatsobligaties en grondstoffen worden dan ook aantrekkelijker omdat we over het algemeen dan de inflatie zien pieken.'

Volgens de moderne portefeuilletheorie zou je op het kantelpunt zelfs geheel uit aandelen moeten stappen, maar dat druist tegen de logica in, zegt Wessels 'omdat je het eind nooit precies ziet aankomen en aandelenkoersen op de lange termijn altijd stijgen. Daarnaast zijn de onderliggende cijfers dan vaak ook nog prima.'



Volgens beleggingsstrateeg Coen van de Laar van Achmea Investment Management is het beste wel achter de rug op de financiële markten. 'Dat geldt voor zowel liquide beleggingscategorieën zoals obligaties en aandelen als illiquide beleggingscategorieën zoals vastgoed en infrastructuur.' De economische groei kan echter nog enige tijd doorzetten. 'Naar verwachting wordt 2018 zelfs een van de beste jaren voor de wereldeconomie in geruime tijd. En voor 2019 zijn de meeste verwachtingen nog redelijk tot goed.'

Hoewel in de Verenigde Staten de huidige cyclus het einde van zijn levensduur nadert, denkt de strateeg dat een recessie daar mede door de

recente begrotingsstimulansen van president Trump nog even op zich laat wachten. ‘Tegelijkertijd is het huidige monetair beleid er nog steeds ruim. Zelfs inclusief de verwachte renteverhogingen voor 2018, blijft de beleidsrente historisch gezien laag. Zeker gezien de fase waarin de economie zich bevindt.’

Wel nemen de risico's voor de Amerikaanse economie toe, waarbij vooral toenemende inflatiedruk kan resulteren in een sneller dan verwachte stijging van de rente.

Minder gunstig perspectief

‘Al met al zitten we dus in een periode met goede economische vooruitzichten, maar voor de financiële markten is het perspectief minder gunstig en met meer volatiliteit’, aldus de strateeg.

Onder de huidige omstandigheden blijft een brede diversificatie over meerdere risicobronnen de basis voor een robuuste portefeuille. ‘Feitelijk gaan we op zoek naar verschillende risicobronnen die idealiter goede diversificatie ten opzichte van elkaar bieden. Ook onderzoeken we hoe beleggingscategorieën renderen onder verschillende economische scenario's. Het bereiken van robuustheid is echter makkelijker gezegd dan gedaan. In de praktijk zal er vrijwel altijd sprake zijn van een kwetsbaarheid voor bepaalde scenario's of schokken.’

Het is volgens hem daarom goed om te beseffen dat het weerbaar maken van de portefeuille niet hetzelfde is als de portefeuille immuun maken voor schokken. ‘Dat laatste is alleen mogelijk tegen hoge kosten - bijvoorbeeld via optieconstructies - en het opgeven van rendement - door bijvoorbeeld een grote allocatie naar kasgeld. ‘Gegeven de huidige beleggingsomgeving met lage verwachte rendementen is dat voor veel beleggers geen optie.’

Goed diversificeren in een laagrendementsomgeving is echter niet eenvoudig, vervolgt hij. ‘Vertrouw niet alleen op het rendement van aandelen en de veiligheid van obligaties, maar kijk dus ook naar andere categorieën. Ook, of misschien zelf juist, als deze het afgelopen jaren niet goed hebben gedaan. Denk daarbij bijvoorbeeld aan grondstoffen en hedgefondsen.’

Perfekte hedge

Verder is het belangrijk om niet blind te vertrouwen op een negatieve correlatie tussen staatsobligaties en aandelen. ‘De laatste jaren was het nut van diversificatie beperkt. Het rendement op zowel aandelen als staatsobligaties was goed. Daarnaast ontpopten staatsobligaties zich als de “perfecte” hedge tegen aandelen. Als aandelen onder druk stonden, daalde de rente waardoor de koers van obligaties omhoog ging. Het is maar de

vraag of dit in de toekomst zo zal blijven. Zeker nu de angst voor oplopende inflatie en renteverhogingen toeneemt.’



Bij Clavis is het beleid structureel gericht op het dempen van volatiliteit, zegt Paul van Hastenberg, partner en verantwoordelijk voor vermogensbeheer. ‘Omdat we geloven in het beschermen van het vermogen van onze relaties, niet in altijd het hoogste rendement halen.’

Het multi-family office uit Den Bosch doet dat nu bijvoorbeeld door een deel van de aandelenportefeuille te alloceren naar long-short-fondsen. ‘Ook hadden we, nadat in januari de aandelenkoersen nog verder waren opgelopen maar tegelijkertijd de rente steeg, voor onze discretionaire klanten een deel van het aandelenbelang afgedekt met putopties. Daardoor bleef de impact van de daling van de aandelenmarkten beperkt.’

Sowieso richt Clavis zich bij de selectie van aandelen en fondsen altijd op kwalitatief goede bedrijven, ‘die een sterke neergang in aandelen, als die al komt, naar verwachting goed zullen doorstaan’. In de beleggingsmix worden aandelen neutraal tot licht overwogen, zijn vastrentende waarden sterk onderwogen en wordt het restant ingevuld met alternatieve beleggingen. Daarbij zegt Van Hastenberg te zoeken ‘naar beleggingen met dezelfde verwachte volatiliteit als obligaties, maar met minder of geen renterisico en gericht op het behalen van een klein positief rendement’.

Voorbeelden daarvan zijn absolute return-fondsen en fondsen die profiteren van toenemende volatiliteit. Net als Achmea IM gelooft Van Hastenberg in een brede spreiding. Over verschillende beleggingscategorieën en regio’s, maar ook over liquide en niet-liquide categorieën voor vermogens ‘die gedeeltelijke illiquiditeit kunnen dragen’. Dat wil bij Clavis zeggen voor klanten met belegbare vermogens vanaf zo’n 15 miljoen euro.

Illiquide beleggingen

Met illiquide beleggingen bedoelt hij onder meer private equity, venture capital, vastgoed en leningen. Directe beleggingen dus, waarbij de prijsvorming tot stand komt zonder tussenkomst van een beurs of financiële markt. ‘We zien daar ondanks dat deze beleggingen duurder worden, nog steeds heel veel kansen en mogelijkheden. Selectie is daarbij elementair. Maar we hebben een heel goed netwerk van managers in deze wereld.’

De reden dat deze categorie ook mooi aansluit bij de doelstellingen van Clavis is dat het in deze categorie draait om het behalen van een absoluut rendement. 'Er is geen private-equitymanager die zegt: de MSCI World heeft -10 procent gedaan, ik deed -6 procent, dus ik heb een goed jaar gehad. Die mensen willen allemaal geld verdienen aan de bedrijven die ze na vijf à zeven jaar weer doorverkopen.'

Buiten de beurs

Van Hastenberg stelt dat er veel interesse is om buiten de beurs om te beleggen en niet alleen vanwege de aantrekkelijke rendementen. 'We hebben heel veel ondernemers en ondernemende families als klant en die zijn hier bekend mee. Die hebben zelf bedrijven overgenomen en bezitten vastgoed. Ze hebben er dus vaak meer gevoel bij dan bij financiële markten.'

Opmerkelijk is tot slot dat de grote fiduciaire klanten bovengemiddeld veel in cash zitten. 'Dat loopt op tot wel 40 procent van het belegbare vermogen. Zij vinden het prima om een jaar of twee, drie minder rendement te maken als de markt in de overdrijvingsfase komt. Normaal gesproken hebben ze wel de intentie om volledig belegd te zijn. Bovendien zeggen zij op dit moment: waarom zou ik veel Duitse staatsleningen kopen tegen 0,7 procent voor tien jaar? Er zijn al met al maar weinig relaties die op dit moment nog de risicoknop naar boven draaien.'

Dit artikel staat in het Fondsnieuws-magazine van maart.