



S&V Reflector

Buy Low - Sell High

Praktische handvatten voor het beleggingsplan

Oktober 2015

Opmerkingen vooraf

In deze reflector bespreken wij hoe een pensioenfonds de aantrekkelijkheid van beleggingscategorieën kan evalueren. Wij denken dat een beleggingscategorie niet op elk moment even interessant is om in te beleggen, maar hoe beoordeel je dat? In deze reflector geven we daar praktische handvatten voor.

Het kan bestuurders helpen om de juiste vragen te stellen en om countervailing power te geven richting de uitvoerder. Wij pretenderen met deze reflector niet de waarheid in pacht te hebben, maar willen wel een onafhankelijk geluid laten horen.

Wij houden niet van een black box en daarom hebben we in deze reflector helemaal uitgeschreven hoe we komen tot onze kwartaalijkse marktduiding.

Zoals altijd pretenderen wij niet de wijsheid in pacht te hebben, maar willen we op basis van inhoudelijke argumenten onze klanten helpen om tot weloverwogen besluiten te komen. Wij hopen dat dit u kan helpen in het voeren van een uitlegbaar beleggingsbeleid en het stellen van de juiste vragen aan uw uitvoerders. Pas over enkele jaren zullen we weten wat de beste besluiten zijn geweest.

Onze stellingname in deze reflector is als altijd bewust prikkelend, wij gaan er graag met u over in discussie.

Inleiding

Elke belegger wil tegen een lage waarde kopen en tegen een hoge waarde verkopen. Dat klinkt eenvoudig, maar onze ervaring leert dat het toch lastig is voor institutionele beleggers om daar op een consistente manier handen en voeten aan te geven. Want wanneer is iets goedkoop of duur? En als ik iets wil kopen, wat ga ik dan verkopen (en vice versa)?

In deze reflector bespreken we welke beleggingscategorieën op enig moment interessant zijn en welke op enig moment minder interessant zijn. Dat doen we niet op basis van een economische visie, maar door op een objectieve manier naar de financiële markten te kijken. Wij hebben onvoldoende vertrouwen in de economische visie van onszelf en van anderen en daarom willen we emotieloos naar de financiële markten kijken. Wij baseren ons enkel op objectief waarneembare informatie en voegen geen subjectieve informatie toe. Wat vertellen de huidige financiële markten ons over de aantrekkelijkheid van een beleggingscategorie?

We beschrijven hoe we komen tot verwachte rendementen voor een categorie. Die rendementen geven de absolute aantrekkelijkheid van een categorie. Daarnaast beschrijven we hoe we per beleggingscategorie komen tot de rapportcijfers. Met die rapportcijfers wordt de relatieve aantrekkelijkheid van een beleggingscategorie weergegeven: hoe aantrekkelijk zijn bijvoorbeeld aandelen ten opzichte van een risicovrije investering? Wordt een belegger wel voldoende beloond voor het risico?

Wat uiteindelijk resulteert is één A4 waarin de verwachte rendementen en rapportcijfers worden weergegeven voor de belangrijkste beleggingscategorieën. Dit A4-tje noemen we de marktduiding. Elk kwartaal sturen we onze klanten een (gratis) update van de marktduiding.

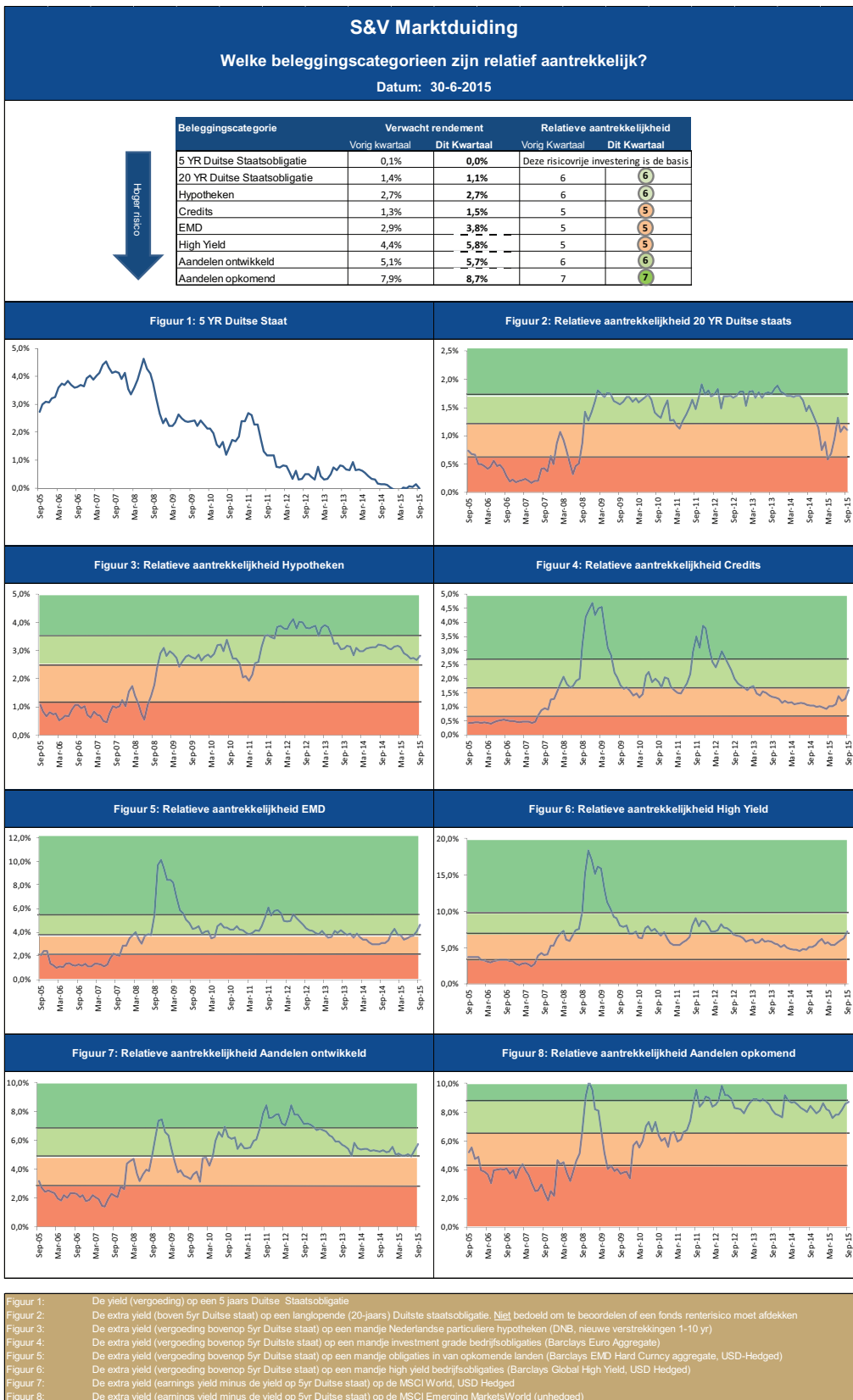
Het doel: Wij denken dat deze marktduiding pensioenfondsen en verzekeraars kan helpen in bijvoorbeeld de **vaststelling van het beleggingsplan**, een ALM of risicobudget-studie en in de evaluatie van de asset allocatie voorstellen van een fiduciair manager. Daarmee geven we onze klanten **countervailing power**. Het doel is niet om enkel op basis van deze marktduiding elk kwartaal de portefeuille volledig te wijzigen.

Denken wij hiermee “The Holy Grail” te hebben gevonden? Nee. Maar we constateren dat een objectieve marktduiding niet voorhanden was voor onze klanten en tevens bemerken we dat de marktduiding in 2007 wel alle signalen op rood had staan. En dat is het idee van Buy Low - Sell High: dat er wordt uitgestapt op het hoogtepunt van de markt, voordat de koersen dalen.

Deze reflector bevat de volgende hoofdstukken:

1. Marktduiding 30 juni 2015
2. Toelichting verwachte rendementen
3. Toelichting relatieve aantrekkelijkheid
4. Backtest
5. Conclusies

1. Marktduiding 30 juni 2015



2. Toelichting verwachte rendementen

In dit hoofdstuk wordt allereerst beschreven hoe het verwacht rendement op een risicovrije investering wordt vastgesteld. Daarna hebben wij beschreven hoe de verwachte rendementen op vastrentende categorieën worden vastgesteld en tot slot treft u een toelichting aan over hoe de verwachte rendementen op de aandelen-categorieën is afgeleid.

De risicovrije belegging

Onderstaande grafiek geeft de yield van een 5-jaars Duitse staatsobligatie.



De yield geeft weer welk rendement een belegger mag verwachten op een investering in een 5-jarige Duitse staatsobligatie indien Duitsland aan haar verplichtingen voldoet en indien de belegging 5 jaar wordt aangehouden (buy and hold tot aan de aflossingsdatum).

Wij nemen aan dat Duitsland aan haar verplichtingen voldoet en netjes de coupons en aflossing betaalt aan de obligatiehouder. Daarom zien wij deze belegging als de risicovrije keuze voor de belegger. Indien de belegger de komende 5 jaar in de Duitse staatsobligatie belegt weet hij precies welk jaarlijks rendement daar tegenover staat: de yield op het moment van investeren.

Per 30 juni 2015 bedraagt de yield 0,08%. Indien een belegger nu € 1.000 investeert in een Duitse staatsobligatie dan behaalt deze belegger over een 5-jaars periode een rendement van 0,08% per jaar en zal het vermogen over 5 jaar € 1.004 bedragen¹. Bij de risicovrije belegging weet de belegger waar hij of zij aan toe is. Het bedrag zal niet hoger en ook niet lager zijn.

Inflatie

De belegger weet bij deze investering wat het vermogen over 5 jaar zal zijn. Dat zegt niets over het eventuele koopkrachtbehoud. Indien de inflatie de komende 5 jaar hoger is dan 0,08% dan is de belegger er met deze investering op achteruit gegaan in koopkracht.

¹ € 1.004 = € 1.000 * (1,0008)⁵ Aangenomen worden dat de coupons tegen dezelfde yield worden herbelegd.

Uit de grafiek blijkt dat het verwachte rendement op deze risicovrije investering niet stabiel is. Per 30 juni 2007 (vanaf nu medio 2007 genoemd) was de yield 4,53% en per medio 2012 0,61%.

Investeringsdatum	Einddatum	Investering	Yield	Gegarandeerd vermogen op einddatum
30-6-2015	30-6-2020	€ 1.000	0,08%	€ 1.004
30-6-2012	30-6-2017	€ 1.000	0,61%	€ 1.031
30-6-2007	30-6-2012	€ 1.000	4,53%	€ 1.247

Analyseperiode 5 jaar

Wij kiezen in deze reflector bewust voor een 5-jaars periode. Een periode van 5 jaar is te overzien, maar is geen korte termijn "bet". Wij trachten emotioneel naar de financiële markten te kijken en dat noodzaakt ook tot een voldoende lange horizon. Bij een veel langere analyse-periode kunnen vraagtekens worden gezet bij de aanname over wat een risicovrije belegging is.

Daarnaast past een 5-jaars periode ook bij de meeste institutionele beleggers, omdat zij het grootste gedeelte van het vermogen niet nodig hebben ter nakoming van de verplichtingen voor de komende 5 jaar. Voor dit gedeelte van het vermogen kunnen zij dus streven naar vermogensgroei. Tot slot zijn beleggingsplannen van pensioenfondsen vaak gebaseerd op de verwachtingen voor de komende 5 jaar.

Bij een investering in de Duitse staatsobligatie heeft de belegger zekerheid over zijn vermogen over 5 jaar. Voor alle andere beleggingscategorieën kan op het moment van investeren geen zekerheid worden gegeven over het vermogen over 5 jaar.

De vastrentende waarden

Voor de vastrentende waarden wordt (naast de risicovrije belegging) in de marktduiding onderscheid gemaakt naar een vijftal categorieën:

- Credits: dit worden ook wel hoogwaardige bedrijfsobligaties of investment grade bedrijfsobligaties genoemd. Het betreft obligaties met een rating hoger dan BBB².
- High yield: dit worden ook wel laagwaardige of risicovolle bedrijfsobligaties genoemd. Het betreft obligaties met een rating lager dan BBB.
- EMD: Emerging Market Debt. Het betreft hier (veelal staats-)obligaties van opkomende landen.
- Hypotheken: het betreft hier Nederlandse particuliere hypotheken, zoals regelmatig opgenomen in de beleggingsportefeuille van pensioenfondsen³. Het betreft hier geen mortgage backed securities.

² De hoogste rating is AAA, daarna AA en A, vervolgens BBB, BB, B en CCC en tot slot D=default (faillissement). Er wordt een "+" of "-" toegevoegd aan de rating om de classificatie binnen een bepaalde rating te duiden, dus een bedrijf met een rating van BBB+ heeft (volgens de rating agency Standard & Poors) een lagere kans op faillissement dan een bedrijf met een rating BBB-. We hanteren hier de rating-systematiek van Standard & Poors (S&P). De andere grote rating agencies Fitch en Moody's hanteren vergelijkbare indelingen, maar geven een andere naam aan een bepaalde rating.

³ Denk daarbij aan de beleggingsfondsen van Aegon, Syntrus Achmea, De MUNT en Dynamic Credit.

- Langlopende staatsobligatie: het betreft hier een Duitse staatsobligatie met een looptijd van 20 jaar.

Onderstaande grafiek geeft de yield van een gemiddelde (investment grade) bedrijfsobligatie⁴.



Deze yield is het rendement voor een belegger indien de investering voor 5 jaar wordt aangehouden en het bedrijf in die periode niet failliet gaat, ofwel de coupons en aflossing netjes nakomt. De yield geeft daarmee in feite een rendement dat de belegger in credits maximaal mag verwachten. Het maximale rendement bedraagt per 30 juni 2015 1,44%. Het vermogen bedraagt dan na 5 jaar maximaal € 1.074 (zijnde € 1.000 * 1,0144⁵).

Indien het bedrijf failliet gaat, zal het de coupons en aflossing niet volledig voldoen. In het algemeen ontvangt de obligatiehouder dan nog wel een zekere vergoeding. Dit wordt wel de recovery rate genoemd.

De investment grade credits hebben een rating van minimaal BBB. De rating wordt door rating agencies gekoppeld aan een kans op faillissement (binnen een 5 jaars periode) en een recovery rate. Onderstaande tabel geeft aan welke (afgeronde) gerealiseerde faillissementskansen en recovery rates horen bij welke rating (bron: S&P).

Tabel 2: 5-jaars faillissementskansen en recovery rates

Vastrentende categorie	Faillissementskans	Recovery rate
Investment Grade	1%	40%
High yield	15%	40%
EMD (aanne: BB)	8%	40%
Hypotheke ⁵	1%	40%

⁴ We hebben hier de Barclays Euro Aggregate index gehanteerd. In feite geeft de grafiek daarmee de gemiddelde yield voor een mandje van Europese bedrijfsobligaties uit de index. We abstraheren van het feit dat de looptijd van de gemiddelde obligatie iets langer is dan 5 jaar.

⁵ Voor Nederlandse particuliere hypotheke sluiten we de faillissementskansen en recovery rates aan bij Investment grade credits. Moodies geeft geen expliciete faillissementskansen en recovery rates voor deze categorie.

Het verwachte verlies op de investering bedraagt aldus $\text{€ } 1.000 * 1,0\% * (1-40\%) = \text{€ } 6$. Bij een investering van € 1.000 in credits per 30 juni 2015 bedraagt het verwachte vermogen na 5 jaar € 1.068.

Dat is het maximale vermogen op de einddatum als er geen faillissementen zijn (€ 1.074) minus het vermogensverlies door faillissementen (€ 6). Dit verwachte vermogen kunnen we vertalen naar een verwacht rendement van 1,32% (zijnde $(1.068/1.000)^{1/5}-1$).

Uit de grafiek blijkt dat de yield op investment grade bedrijfsobligaties niet stabiel is. Per medio 2007 was de yield 5,0% en per medio 2012 3,3%. Dit leidt tot het volgende overzicht van verwachte rendementen⁶.

Investeringsdatum	Einddatum	Investering	Verwacht rendement	Verwacht vermogen op einddatum
30-6-2015	30-6-2020	€ 1.000	1,3%	€ 1.068
30-6-2012	30-6-2017	€ 1.000	3,2%	€ 1.173
30-6-2007	30-6-2012	€ 1.000	4,9%	€ 1.270

Een doorkijkje naar de relatieve aantrekkelijkheid (hoofdstuk 3)

Een risicovrije investering van € 1.000 medio 2007 leidde 5 jaar later tot een *gegarandeerd* vermogen van € 1.247 (zie pagina 6). Eenzelfde investering van € 1.000 in credits (wel risico) leidde 5 jaar later tot een *verwacht* vermogen van € 1.270. Het is de vraag of dat een aantrekkelijke vergoeding is voor het extra risico.

Voor de andere vastrentende categorieën kan op eenzelfde wijze worden vastgesteld wat op enig moment het verwacht rendement is op de betreffende categorie.

De grafieken op de volgende pagina's geven respectievelijk de yield van een gemiddelde high yield bedrijfsobligatie⁷, de yield van een gemiddelde staatsobligatie uit een opkomend land⁸, de yield van een belegging in hypotheek⁹ en de yield van een 20-jarige Duitse staatsobligatie. Direct daarna zijn de daaruit afgeleide verwachte rendementen weergegeven op de drie meetpunten (medio 2007, medio 2012 en medio 2015).

⁶ We nemen aan dat de faillissementskansen en recovery rates horen bij een bepaalde rating. We hanteren in deze historische analyses daarom steeds dezelfde faillissementskansen en recovery rates als de rating hetzelfde is.

⁷ We hebben hier de Barclays Global High yield index gehanteerd waarbij is aangenomen dat 75% is uitgegeven in USD. In feite geeft de grafiek daarmee de gemiddelde yield voor een mandje van High yield bedrijfsobligaties uit de index.

⁸ We hebben hier de Barclays Hard Currency aggregate gehanteerd, waarbij is aangenomen dat 100% is uitgegeven in USD. In feite geeft de grafiek daarmee de gemiddelde yield voor een mandje van staatsobligaties opkomende landen uit de index.

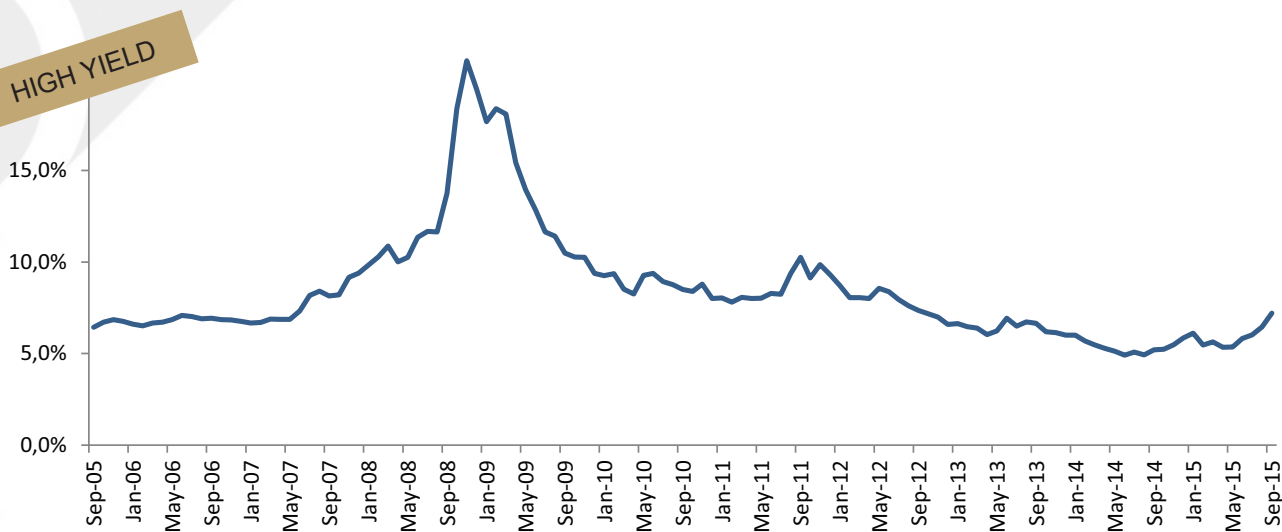
⁹ We hebben hier de gemiddelde rentevergoeding gehanteerd voor nieuwe woning hypotheek met een rentevaste periode tussen 1 en 10 jaar, bron DNB.

Corrigeren voor valutarisico

We beoordelen de beleggingscategorieën vanuit een Europese belegger. Een aantal beleggingscategorieën bevat valutarisico. Daar wordt in deze reflector voor gecorrigeerd. Bij de berekening van de yield en het verwacht rendement houden we rekening met het afdekken van het USD risico, het grootste valutarisico voor High Yield, EMD en aandelen ontwikkelde markten.

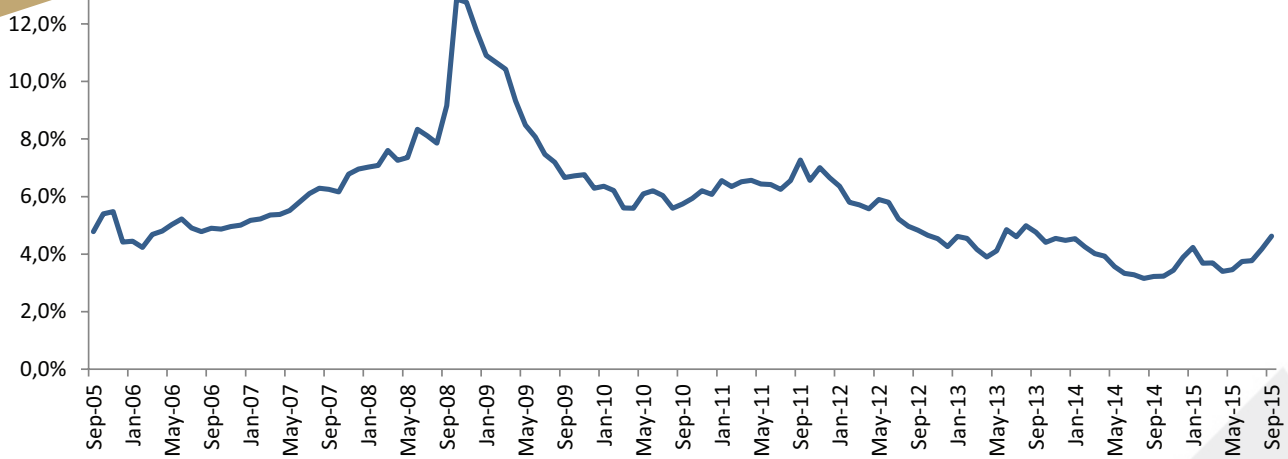
Het meest eenvoudige is om de methodiek uit te leggen met een voorbeeld. Op dit moment (30-6-2015) is de 5-jaars (risicovrije) rente voor een Amerikaanse staatsobligatie 1,2% hoger dan de 5-jaars (risicovrije) rente voor een Duitse staatsobligatie. Indien een Europese belegger investeert in de Amerikaanse staatsobligatie en het valutarisico afdekt dan zal dat leiden tot (groveweg) eenzelfde rendement als bij een investering in de Duitse staatsobligatie. Anders zou de belegger een “free lunch” kunnen realiseren en zonder risico een extra rendement kunnen realiseren. Het renteverskil van 1,2% dient daarom voor een Europese belegger te worden gecorrigeerd op de verwachte rendementen van beleggingen in USD.

Deze zogenaamde yield differential van 1,2% is niet constant en wordt in de historische analyses en grafieken conform de werkelijke situatie op dat moment meegenomen.



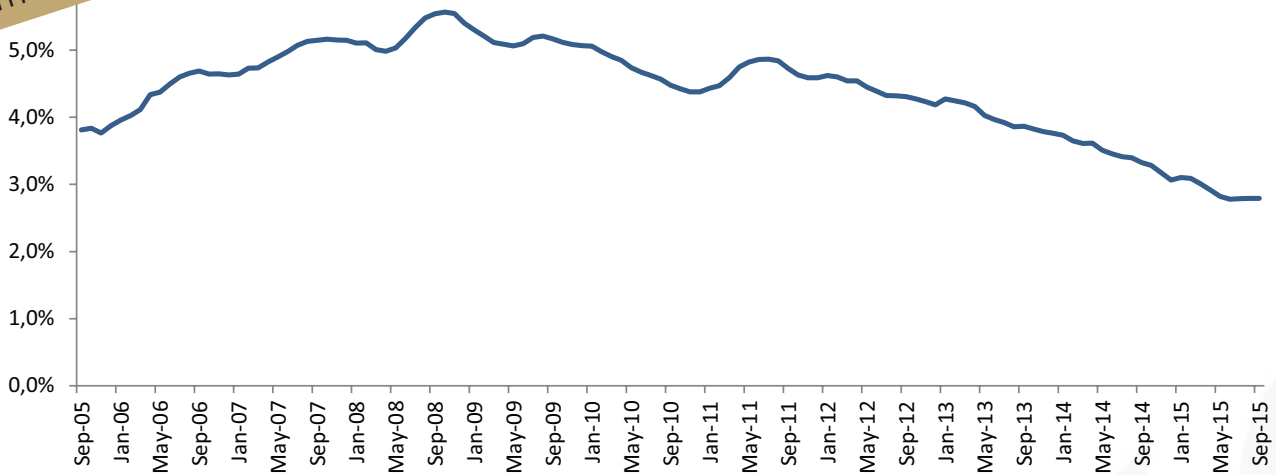
Investeringsdatum	Einddatum	Investering	Verwacht rendement	Verwacht vermogen op einddatum
30-6-2015	30-6-2020	€ 1.000	4,4%	€ 1.237
30-6-2012	30-6-2017	€ 1.000	7,0%	€ 1.405
30-6-2007	30-6-2012	€ 1.000	5,9%	€ 1.335

EMD



Investeringsdatum	Einddatum	Investering	Verwacht rendement	Verwacht vermogen op einddatum
30-6-2015	30-6-2020	€ 1.000	2,9%	€ 1.154
30-6-2012	30-6-2017	€ 1.000	5,0%	€ 1.277
30-6-2007	30-6-2012	€ 1.000	5,0%	€ 1.278

HYPOTHEKEN



Investeringsdatum	Einddatum	Investering	Verwacht rendement	Verwacht vermogen op einddatum
30-6-2015	30-6-2020	€ 1.000	2,7%	€ 1.141
30-6-2012	30-6-2017	€ 1.000	4,3%	€ 1.237
30-6-2007	30-6-2012	€ 1.000	4,8%	€ 1.264

20-JAARS DUITSE STAAT



Investeringsdatum	Einddatum	Investering	Verwacht rendement	Verwacht vermogen op einddatum
30-6-2015	30-6-2020	€ 1.000	1,4%	€ 1.072
30-6-2012	30-6-2017	€ 1.000	2,3%	€ 1.121
30-6-2007	30-6-2012	€ 1.000	4,7%	€ 1.259

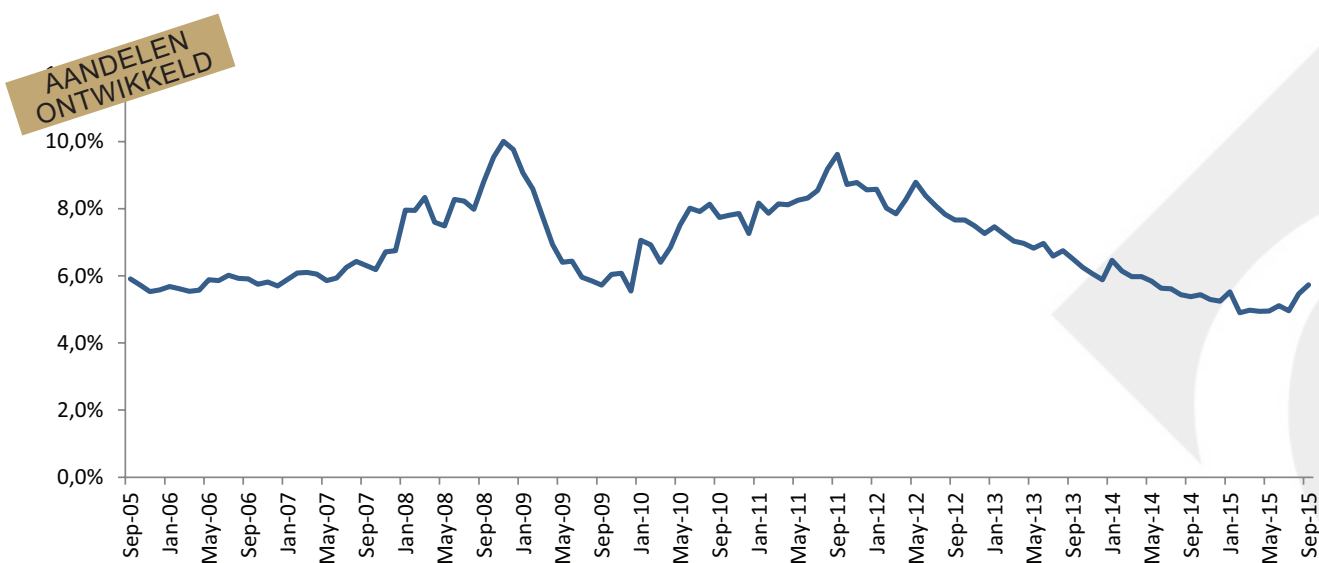
We gaan ervan uit dat de Duitse overheid in ieder geval de komende 5 jaar aan haar verplichtingen blijft voldoen. Er wordt dus geen rekening gehouden met een faillissement van Duitsland de komende 5 jaar. Een belegger in een 20-jaars Duitse obligatie heeft wel een koersrisico. Immers de belegging wordt beoordeeld over een 5-jaars horizon en over 5 jaar heeft dit instrument nog een resterende looptijd van 15 jaar. Als rentes de komende 5 jaar stijgen dan zal dat leiden tot een verlies op deze belegging. Als rentes dalen zal de belegging juist meer waard zijn over 5 jaar. Daarom heeft de belegger in een 20-jaars obligatie na 5 jaar een verwacht vermogen en geen gegarandeerd vermogen.

Matching

Let op: we beoordelen hier niet of institutionele beleggers het renterisico op de verplichtingen moeten matchen. We willen enkel beoordelen of het beleggingstechnisch interessant is om het vermogen iets langer weg te zetten.

De aandelen

Voor aandelen baseren we de verwachte rendementen op de earnings yield, ook wel de winst/koers verhouding genoemd. De earnings yield geeft de verwachte beschikbare winst van een bedrijf als percentage van de waarde van de aandelen. Wij hebben hier de verwachte (expected) earnings gehanteerd en niet de earnings uit voorgaande jaren, omdat we zoveel als mogelijk vooruit willen kijken. De earnings yield is opgebouwd uit een direct rendement (de dividend yield, de winst die wordt uitgekeerd aan de aandeelhouders) en een indirect rendement (de winst die door het bedrijf wordt geherinvesteerd). Onderstaande grafiek geeft de earnings yield van aandelen ontwikkelde markten¹⁰.

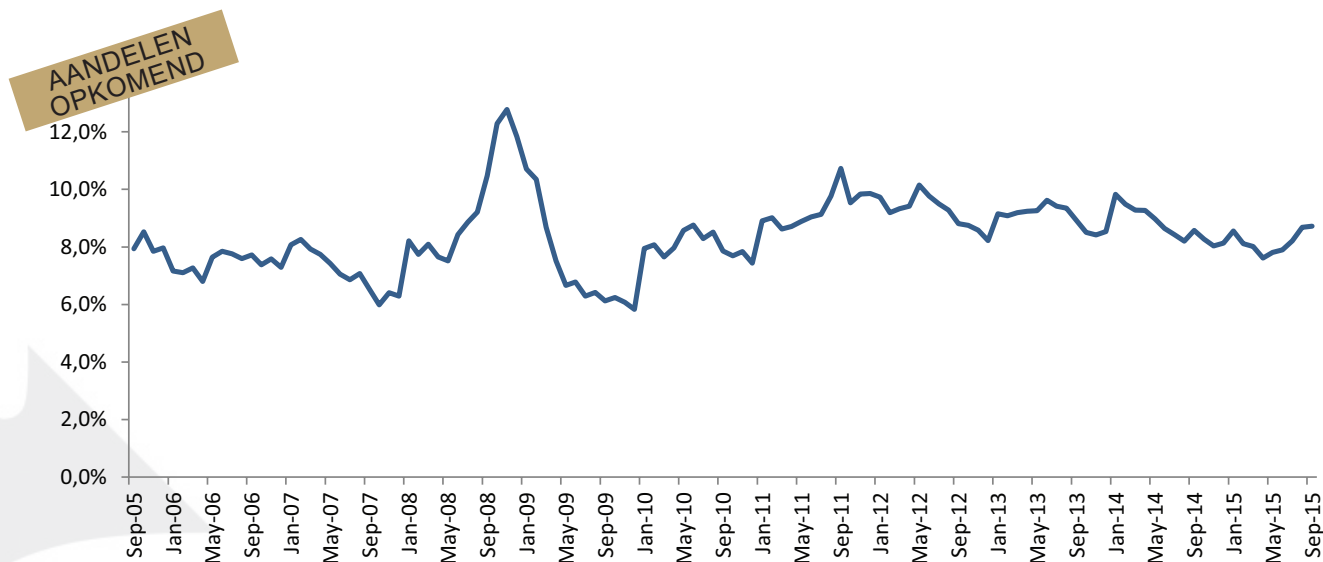


Het verwachte rendement op aandelen in ontwikkelde landen bedraagt per medio 2015, 5,1%.

Investeringsdatum	Einddatum	Investing	Verwacht rendement	Verwacht vermogen op einddatum
30-6-2015	30-6-2020	€ 1.000	5,1%	€ 1.283
30-6-2012	30-6-2017	€ 1.000	8,4%	€ 1.496
30-6-2007	30-6-2012	€ 1.000	5,9%	€ 1.334

¹⁰ We hebben hier de MSCI World gehanteerd, waarbij is aangenomen dat 60% is genoteerd in USD. In feite geeft de grafiek daarmee de gemiddelde earnings yield voor een mandje van aandelen uit de index.

Onderstaande grafiek geeft de earnings yield van aandelen opkomende markten¹¹.



Investeringsdatum	Einddatum	Investering	Verwacht rendement	Verwacht vermogen op einddatum
30-6-2015	30-6-2020	€ 1.000	7,9%	€ 1.462
30-6-2012	30-6-2017	€ 1.000	9,8%	€ 1.598
30-6-2007	30-6-2012	€ 1.000	7,1%	€ 1.410

Onderstaande tabel geeft in een overzicht de verwachte rendementen op de drie data.

Investeringsdatum	5 YR Duitse Staat (Risicovrij)	20 YR Duitse Staat	Credits	Hypotheken	High yield	EMD	Aandelen ontwikkeld	Aandelen opkomend
30-6-2015	0,1%	1,4%	1,3%	2,7%	4,4%	2,9%	5,1%	7,9%
30-6-2012	0,6%	2,3%	3,2%	4,3%	7,0%	5,0%	8,4%	9,8%
30-6-2007	4,5%	4,7%	4,9%	4,8%	5,9%	5,0%	5,9%	7,1%

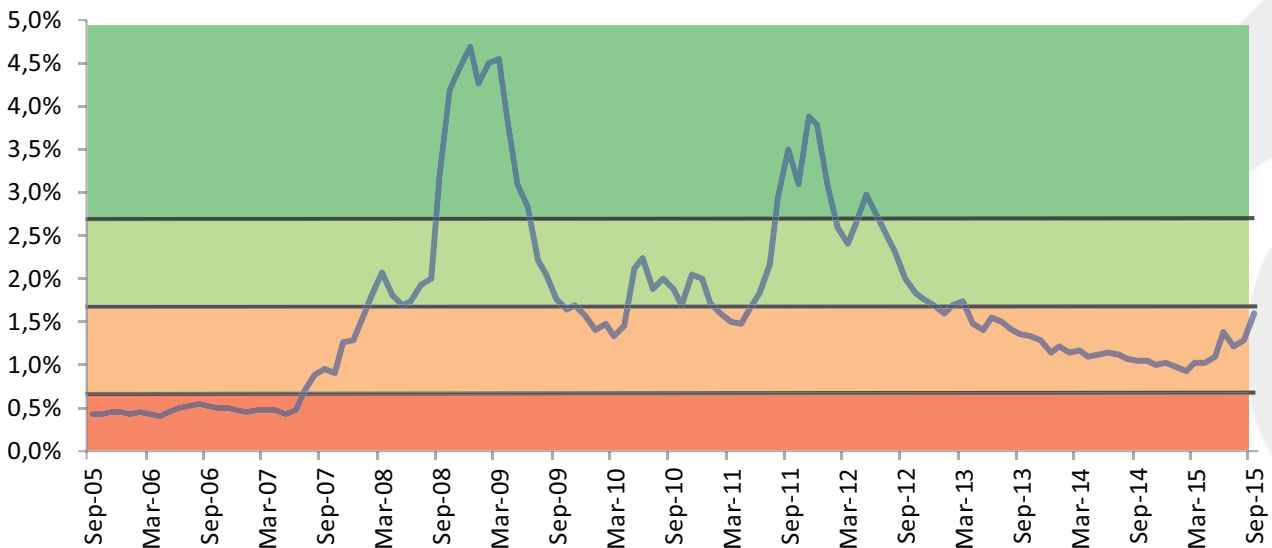
¹¹ We hebben hier de MSCI Emerging Markets gehanteerd. In feite geeft de grafiek daarmee de gemiddelde earnings yield voor een mandje van aandelen uit de index. We gaan er hierbij vanuit dat de belegger het valutarisico op de opkomende landen niet afdekt.

3. Toelichting relatieve aantrekkelijkheid

In dit hoofdstuk maken we de stap naar de **relatieve aantrekkelijkheid**, want dat is het vraagstuk voor institutionele beleggers. Is het op dit moment interessant om in credits te beleggen in plaats van in een Duitse staatsobligatie?

Daarbij vergelijken we de yield op een risicovrije investering met de yield op een investering met beleggingsrisico. Dat verschil vormt de basis voor de extra vergoeding die men mag verwachten voor het risico.

Als voorbeeld in dit hoofdstuk hanteren we credits. De methodiek is identiek voor de overige categorieën. Onderstaande grafiek laat het verschil zien tussen de yield op credits en de yield op de Duitse staatsobligatie. Dit verschil wordt wel de credit spread genoemd.



In de grafiek zijn drie horizontale lijnen opgenomen. Indien de credit spread hoger is dan de bovenste lijn dan is een belegging in credits op dat moment relatief aantrekkelijk. Op dat moment geldt immers dat de (maximale) vergoeding voor een bedrijfsobligatie ten opzichte van een risicovrije investering historisch¹² hoog is. Indien de credit spread lager is dan de onderste lijn dan is een belegging in credits op dat moment juist (relatief) niet aantrekkelijk. Uit deze grafiek blijkt dat de aantrekkelijkheid van credits als beleggingscategorie varieert. Op dit moment laat de grafiek zien dat credits relatief onaantrekkelijk zijn. Medio 2007 leek de belegging nog veel minder interessant, vanaf eind 2011 daarentegen juist wel.

De relatieve aantrekkelijkheid van credits (en van alle andere beleggingscategorieën) hebben we vertaald in een rapportcijfer. Een credit spread boven het historisch (10-jaars) gemiddelde is een voldoende en onder het historisch gemiddelde is een onvoldoende. Wij hebben de volgende tabel gehanteerd voor de rapportcijfers.

¹² We hanteren een 10-jaars historie.

Relatieve aantrekkelijkheid bedraagt	Ofwel:	Rapportcijfer
Meer dan 2X de standaarddeviatie boven het gemiddelde	In 2,5% van de gevallen is de aantrekkelijkheid zo hoog	10
Meer dan 1,5X de standaarddeviatie boven het gemiddelde	In 7% van de gevallen is de aantrekkelijkheid zo hoog	9
Meer dan 1X de standaarddeviatie boven het gemiddelde (<i>de bovenste lijn in de grafiek</i>)	In 16% van de gevallen is de aantrekkelijkheid zo hoog	8
Meer dan 0,5X de standaarddeviatie boven het gemiddelde	In 31% van de gevallen is de aantrekkelijkheid zo hoog	7
Minder dan 0,5X de standaarddeviatie boven het gemiddelde	In 50% van de gevallen is de aantrekkelijkheid zo hoog	6
Minder dan 0,5X de standaarddeviatie onder het gemiddelde	In 50% van de gevallen is de aantrekkelijkheid zo laag	5
Meer dan 0,5X de standaarddeviatie onder het gemiddelde	In 31% van de gevallen is de aantrekkelijkheid zo laag	4
Meer dan 1,0X de standaarddeviatie onder het gemiddelde (<i>de onderste lijn in de grafiek</i>)	In 16% van de gevallen is de aantrekkelijkheid zo laag	3
Meer dan 1,5X de standaarddeviatie onder het gemiddelde	In 7% van de gevallen is de aantrekkelijkheid zo laag	2
Meer dan 2,0X de standaarddeviatie onder het gemiddelde	In 2,5% van de gevallen is de aantrekkelijkheid zo laag	1

Deze systematiek leidt tot de volgende rapportcijfers voor de relatieve aantrekkelijkheid op de drie meetmomenten.

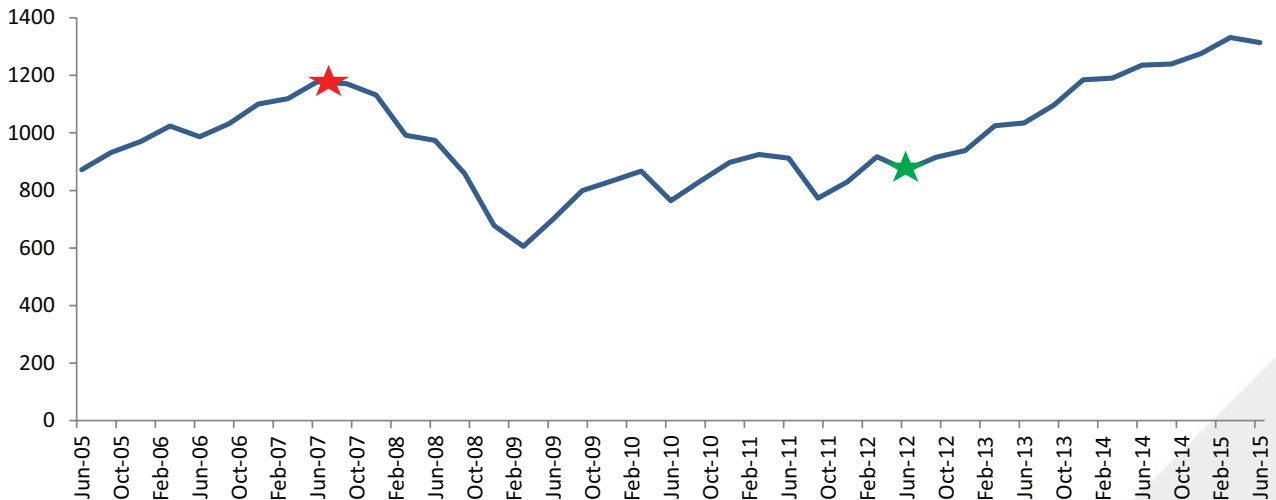
Investeringsdatum	5 YR Duitse Staat (Risicovrij)	20 YR Duitse Staat ¹³	Credits	Hypotheken	High yield	EMD	Aandelen ontwikkeld	Aandelen opkomend
30-6-2015	-	6	5	6	5	5	6	7
30-6-2012	-	7	8	8	6	7	9	8
30-6-2007	-	2	3	2	3	3	2	2

In 2007 was het dus meest aantrekkelijk om alles in risicovrij Duitse staatsobligaties te beleggen. In 2012 waren juist de risicovolle categorieën aantrekkelijk.

¹³ Als vergoeding voor het koersrisico ontvangt de belegger in een langer lopende obligatie in het algemeen een extra rendement: de yield op een 20-jaars obligatie is in het algemeen hoger dan de yield op een 5-jaars obligatie. Het verschil tussen de twee wordt wel de term spread genoemd en dit bepaalt de relatieve aantrekkelijkheid van langer beleggen.

4. Backtest

Onderstaande grafiek geeft de ontwikkeling van de wereld-aandelenindex (MSCI World).



Met de kennis van nu stellen we eenvoudig vast dat het goed zou zijn geweest om medio 2007 te “verkopen” en medio 2012 te “kopen”. De vragen die ons bezighouden:

- Waren er medio 2007 (vóór de crisis) ook al tekenen dat de markten overspannen waren?
- Waren er medio 2012 signaleringen dat herstel zou optreden?

Omdat geen subjectiviteit is toegevoegd aan de marktduiding is het relatief eenvoudig om te laten zien hoe de marktduiding er per juni 2007 en juni 2012 uit zag. Op de volgende twee pagina's zijn deze marktduidingen toegevoegd¹⁴.

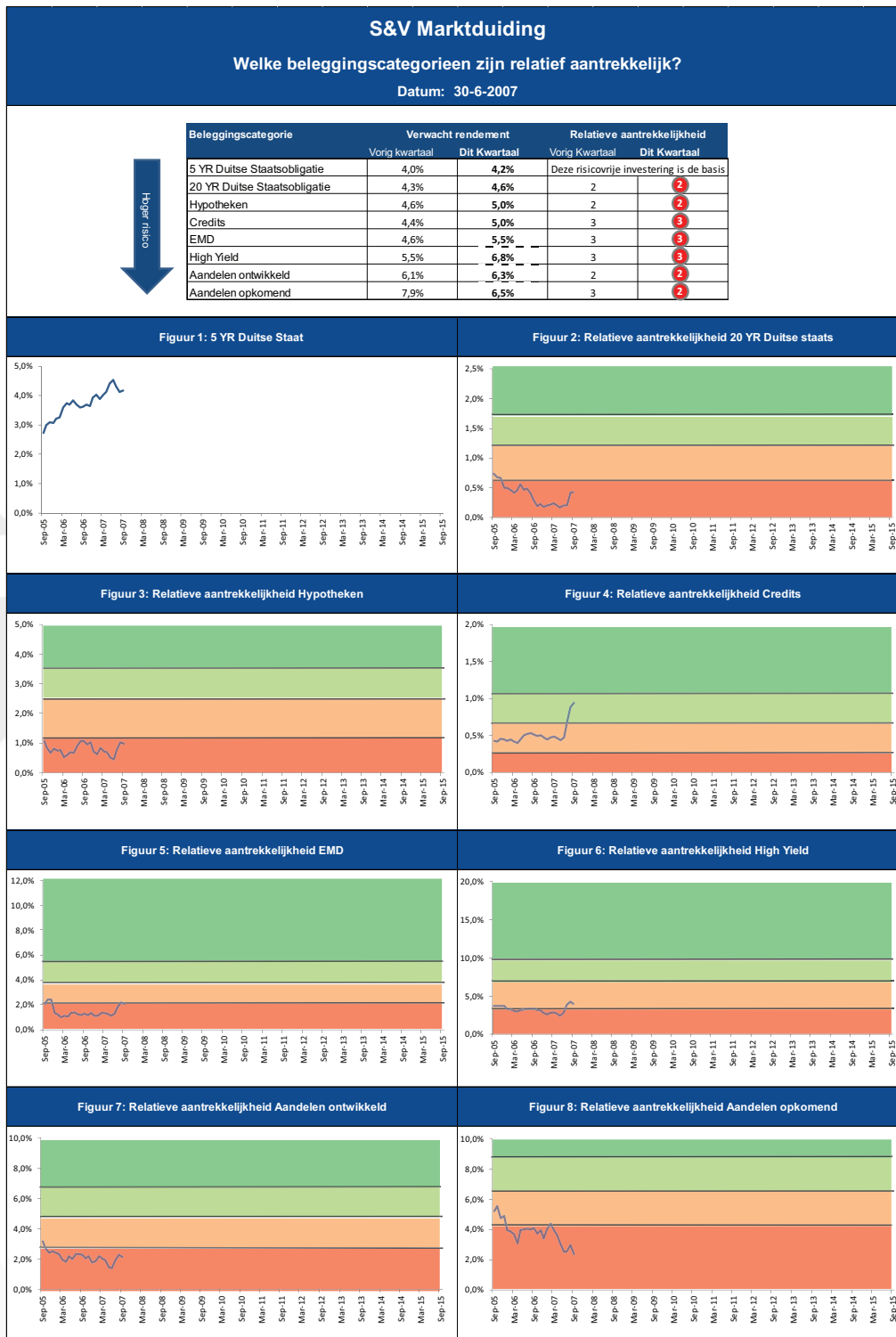
Wat opvalt is dat de rapportcijfers voor de risicovolle categorieën slecht waren medio 2007 (voor het uitbreken van de crisis) en juist goed waren medio 2012 (toen markten waren uitgeraast).

Datum	Rapportcijfer Aandelen ontwikkeld	Jaarlijks behaald rendement over 5 jaar	Was rapportcijfer goede voorspeller?
30-6-2012	9	15% ¹⁵	Ja
30-6-2007	2	-/- 6%	Ja

¹⁴ We hanteren eenvoudshalve dezelfde grenzen als in de eerdere analyses.

¹⁵ Over 3-jaars periode.

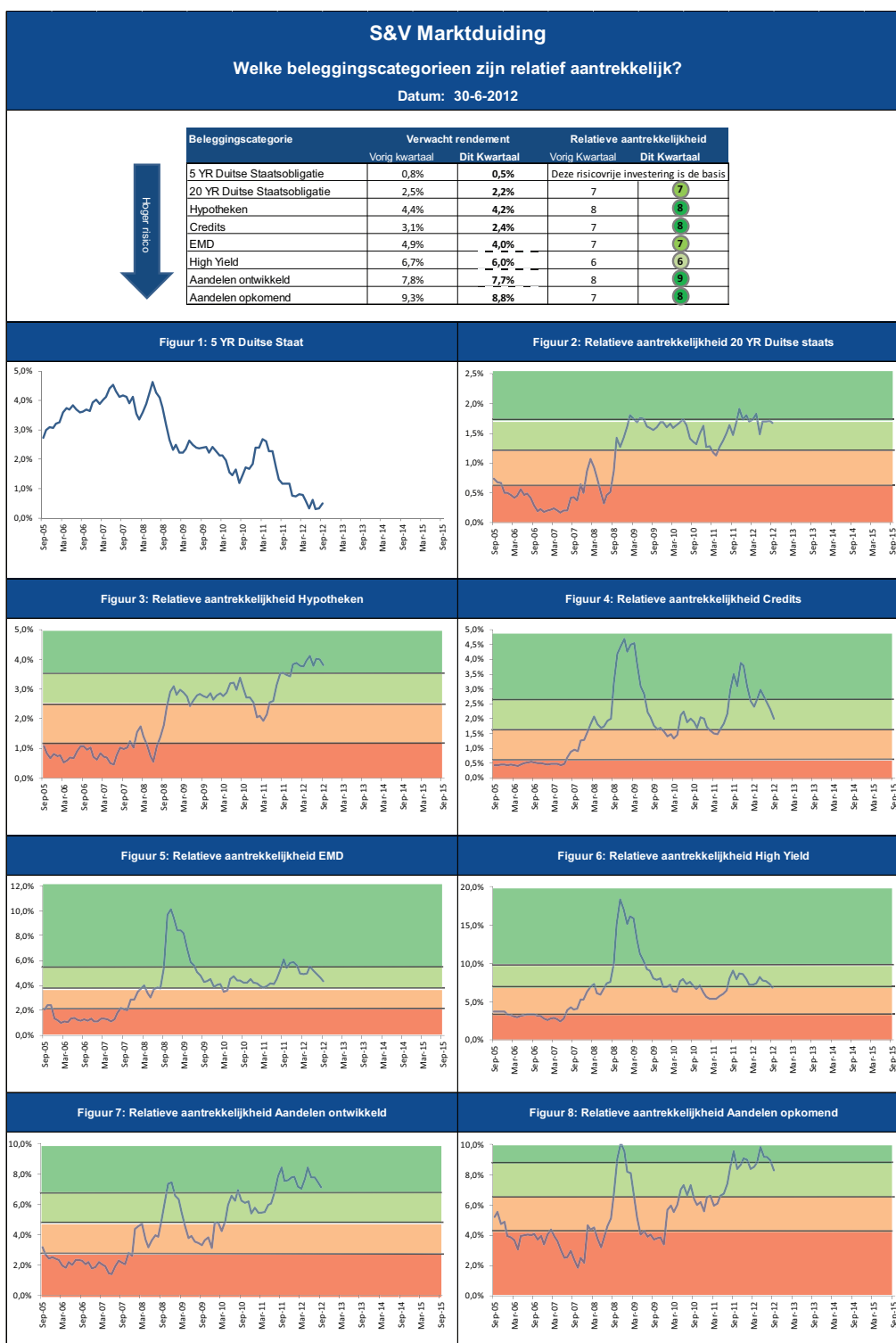
Marktduiding 30 juni 2007



Figuur 1: De yield (vergoeding) op een 5 jaars Duitse Staatsobligatie
 Figuur 2: De extra yield (boven 5yr Duitse staat) op een langlopende (20-jaars) Duitse staatsobligatie. Niet bedoeld om te beoordelen of een fonds renterisch moet afdekken
 Figuur 3: De extra yield (vergoeding bovenop 5yr Duitse staat) op een mandje Nederlandse particuliere hypotheke (DNB, nieuwe verstrekkingen 1-10 yr)
 Figuur 4: De extra yield (vergoeding bovenop 5yr Duitse staat) op een mandje Nederlandse particuliere hypotheke (DNB, nieuwe verstrekkingen 1-10 yr)
 Figuur 5: De extra yield (vergoeding bovenop 5yr Duitse staat) op een mandje investment grade bedrijfsobligaties (Barclays Euro Aggregate)
 Figuur 6: De extra yield (vergoeding bovenop 5yr Duitse staat) op een mandje obligaties in van opkomende landen (Barclays EMD Hard Currency aggregate, USD-Hedged)
 Figuur 7: De extra yield (vergoeding bovenop 5yr Duitse staat) op een mandje high yield bedrijfsobligaties (Barclays Global High Yield, USD Hedged)
 Figuur 8: De extra yield (earnings yield minus de yield op 5yr Duitse staat) op de MSCI World, USD Hedged
 Figuur 9: De extra yield (earnings yield minus de yield op 5yr Duitse staat) op de MSCI Emerging MarketsWorld (unhedged)

Mocht u vragen hebben of u wilt aanmelden voor de kwartaalijks e-mailservice, dan kunt u ons bereiken via investments@sprenkelsenverschuren.nl of www.sprenkelsenverschuren.nl

Marktduiding 30 juni 2012



Figuur 1: De yield (vergoeding) op een 5 jaars Duitse Staatsobligatie
 Figuur 2: De extra yield (boven 5yr Duitse staat) op een langlopende (20-jaars) Duitse staatsobligatie. Niet bedoeld om te beoordelen of een fonds renterisico moet afdekken
 Figuur 3: De extra yield (vergoeding bovenop 5yr Duitse staat) op een mandje Nederlandse particuliere hypotheke (DNB, nieuwe verstrekingen 1-10 yr)
 Figuur 4: De extra yield (vergoeding bovenop 5yr Duitse staat) op een mandje investment grade bedrijfsobligaties (Barclays Euro Aggregate)
 Figuur 5: De extra yield (vergoeding bovenop 5yr Duitse staat) op een mandje obligaties in van opkomende landen (Barclays EMD Hard Currency aggregate, USD-Hedged)
 Figuur 6: De extra yield (vergoeding bovenop 5yr Duitse staat) op een mandje high yield bedrijfsobligaties (Barclays Global High Yield, USD Hedged)
 Figuur 7: De extra yield (earnings yield minus de yield op 5yr Duitse staat) op de MSCI World, USD Hedged
 Figuur 8: De extra yield (earnings yield minus de yield op 5yr Duitse staat) op de MSCI Emerging MarketsWorld (unhedged)

Mocht u vragen hebben of u wilt aanmelden voor de kwartaalijks e-mail service, dan kunt u ons bereiken via investments@sprenkelsenverschuren.nl of www.sprenkelsenverschuren.nl

5. Conclusies

In deze reflector hebben wij een beoordelingskader ontwikkeld om de aantrekkelijkheid van beleggingscategorieën te kunnen duiden. Het resultaat van deze marktduiding is een A4-tje dat elk kwartaal aan onze klanten wordt verstrekt. We hebben in de reflector getracht duidelijk weer te geven op welke wijze we de objectief waarneembare markt informatie vertalen in rapportcijfers voor beleggingscategorieën en in verwachte rendementen. Met deze transparantie willen we een black box voorkomen en tevens duidelijk maken dat wij geen economische visie of subjectiviteit hanteren in onze marktduiding.

Denken wij hiermee “The Holy Grail” te hebben gevonden? Nee. We hopen op deze wijze echter wel een bijdrage te leveren aan een discussie, bijvoorbeeld in de totstandkoming van het jaarlijks beleggingsplan waarin verwachtingen van partijen aan wie het beleggingsbeleid is uitbesteed een belangrijke rol spelen in de allocatiekeuzes. Middels de marktduiding trachten we invulling te geven aan onze countervailing power rol. In 2007 had de marktduiding geleid tot de vraag: waarom bouwen we het risico niet af?

Indien u elk kwartaal de marktduiding wenst te ontvangen kunt u een mail sturen naar martijn.euverman@sprekelsenverschuren.nl of investments@sprekelsenverschuren.nl.

Voor alle duidelijkheid: wij rekenen geen kosten voor het verzenden van deze marktduiding maar zien dat als service richting onze klanten.





Sprenkels & Verschuren

Sprenkels & Verschuren is een puur Nederlands actuariel adviesbureau. Wij willen onze klanten helpen om de juiste beslissingen te nemen. Daarbij zijn wij in staat om het zeer ingewikkeld te maken, maar we houden het bij voorkeur eenvoudig. Ons team bestaat uit 50 ervaren professionals. Voor meer informatie zie www.sprenkelsenverschuren.nl of mail naar martijn.euverman@sprenkelsenverschuren.nl

