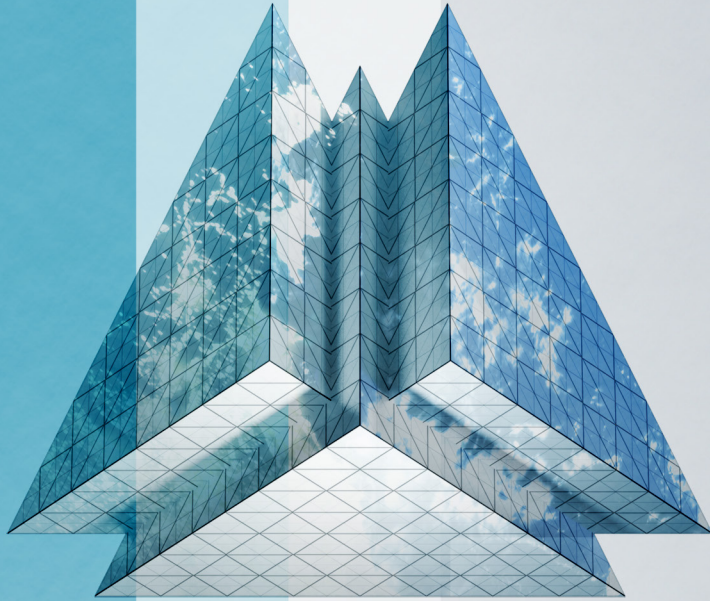
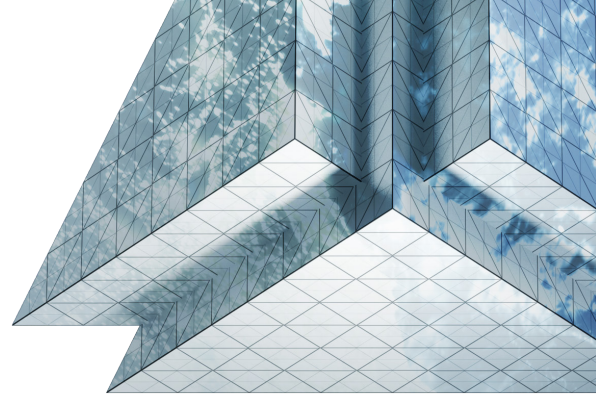




Janus Henderson
—KNOWLEDGE. SHARED—

MARKT GPS
**ALTERNATIEVE FONDSEN
PROGNOSES 2020**





ZIJN ALTERNATIEVE BELEGGINGEN DE OPLOSSING VOOR DE VOLGENDE CYCLUSFASE?



Veel beleggers vragen zich af of het tijd is hun allocatie naar alternatieve fondsen te vergroten. Hoewel wij vinden dat streven naar diversificatie verstandig is, waarschuwt Global Head of Multi-Asset and Alternatives Michael Ho dat bij het kiezen van de juiste weg de nodige voorzorgsmaatregelen in acht genomen moeten worden.

In de afgelopen 15 jaar zijn alternatieve beleggingen steeds populairder geworden bij beleggers. Een recent onderzoek van de BCG Consulting Group toont aan dat het beheerd vermogen in alternatieve fondsen sneller is toegenomen dan dat in alle overige beleggingscategorieën, met uitzondering van passiva. Hetzelfde onderzoek laat zien dat binnen alternatieve fondsen liquide alternatieven, infrastructuur, bedrijfsobligaties en private equity waarschijnlijk het snelst zullen groeien. Het lijkt erop dat het aanhouden van een kernallocatie in passiva, samen met een bijbehorende alpha-allocatie – waarin de alpha-allocatie primair naar alternatieve activa plaatsvindt – steeds meer aan kracht wint.

Alternatieve activa zijn geen samenhangende categorie, en klanten overal ter wereld vragen vaak waar ze buiten de traditionele beleggingscategorieën echte diversificatie kunnen vinden. Ze zijn ook geïnteresseerd in onze algemene kijk op absolute return-strategieën, hoe geschikt alternatieve beleggingen zijn voor de latere fases van de economische cyclus en welke alternatieve instrumenten het geschiktst zijn voor de komende omstandigheden. In dit document bespreken we een aantal van deze punten.

Selectiviteit vereist

Bij de afweging van de voor- en nadelen van alternatieve beleggingen moeten we ons goed bedenken dat deze groep vrijwel geen samenhang vertoont. Er bestaat geen pasklare aanpak en het is moeilijk om in algemene termen over deze groep te spreken. Naar onze mening zijn alternatieve beleggingen over het geheel beschouwd momenteel niet aantrekkelijk. Dit blijkt wel uit de prestaties van hedgefondsen in de afgelopen 25 jaar, die voor velen vergelijkbaar zijn met alternatieve beleggingen. Uit statistische schattingen blijkt dat de rendementen in deze periode een neerwaartse trend vertoonden. De geschatte alpha ligt nu op -2% per jaar. Nog verontrustender is de ontwikkeling dat meer dan 90% van de variatie in rendementen (de motor achter prestaties) verklaard wordt door blootstelling aan de S&P 500®-index.¹ Dat illustreert dat hedgefondsen in het algemeen momenteel niet de diversificatievoordelen bieden waar ze ooit voor werden gebruikt.

Volgens ons kunnen beleggers profiteren van alternatieve strategieën waarbij in een gespreid pakket alternatieve risicopremies en hedgefondsstrategieën wordt belegd in plaats van te vertrouwen op de bèta van aandelen. Op den duur zouden alternatieve beleggingen vrijwel geen nettoblootstelling aan traditionele aandelen- en obligatiemarkten moeten hebben.

Private equity – verkeerd begrepen?

Biedt private equity dan een oplossing? Nogmaals, het is voor ons lang niet duidelijk dat dit de diversificatie en alpha biedt die mensen gewoonlijk associëren met deze activaklasse. Een van de

"Het stijgend aantal gepensioneerden betekent dat de maatschappelijke kwetsbaarheid voor beleggingsverliezen en de mogelijke gevolgen daarvan toenemen."



MICHAEL HO, PH.D.
GLOBAL HEAD OF MULTI-ASSET AND ALTERNATIVES

belangrijkste problemen is het gladstrijken van NIW's door de beperkte marking-to-market van portefeuillebeleggingen. In een recent onderzoek van de Brigham Young University² worden transacties op de secundaire markt gebruikt om meer te weten te komen over rendementsbronnen. Hieruit blijkt dat private equity op deze basis een hoge aandelenbèta (groter dan 1) heeft opgeleverd, en lage alpha (niet statistisch afwijkend van 0). De historisch hoge totaalrendementen die geassocieerd worden met beleggingen in private equity en buy out-fondsen, zijn vaak afkomstig van extreem hoge leverage, en dus van de hoge aandelenbèta.

Weet wat uw rendementsbronnen zijn

We hebben echter ook goed nieuws te melden. Alternatieve beleggingen danken hun aantrekkingskracht voor een deel aan hun verscheidenheid. En er zijn fondsbeheerders die alpha met toegevoegde waarde konden leveren. HFRI -indices laten zien dat een aanpak op basis van lagere aandelenbèta, van minder dan 25%, gunstig uitpakte.

Veel bètastrategieën waarbij weinig aandelen worden ingezet, gaan uit van relatieve waarde of macro-investeringen. Het is geruststellend dat beleggen op basis van vaardigheden nog steeds bestaat. En als de marktvolatiliteit in 2020 zoals verwacht toeneemt, kunnen beleggers met deze aanpak zeker hun voordeel doen.

Bestaat er een risico op een bearmarkt in 2020?

Wij kijken in plaats daarvan naar structurele stuurfactoren om vast te stellen of risico's verkeerd geprijsd zijn. Met 2020 in zicht denken we dat we in deze fase van de cyclus kwetsbaar zijn voor schokken, vooral in de bedrijvensector. Ook speelt er een marktdynamiek die traditionele beleggingscategorieën onder druk kan zetten.

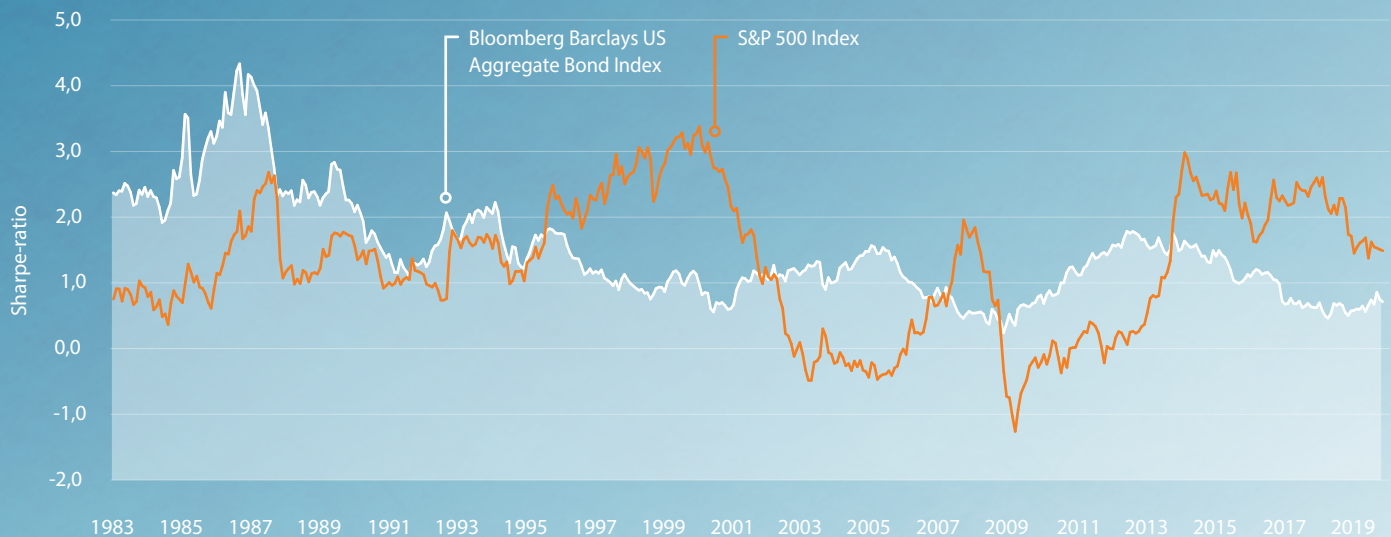
Na de wereldwijde financiële crisis, stegen de koers-winstverhoudingen voor aandelen scherp. Tegelijkertijd nam de schuldratio van bedrijven toe. Dit zijn de bijproducten van de enorme hoeveelheid aandelen die bedrijven terugkochten. Sinds 2009 waren bedrijven de grootste kopers van Amerikaanse aandelen. Volgens onderzoek van Bank of America

Beleggen voor absoluut rendement – nog steeds de juiste keus?

Veel mensen vinden dat absolute return-beleggen sinds de grote financiële crisis niet heeft opgeleverd wat het beloofde. De belangrijkste factoren hiervoor waren de hoge en constante rendementen van de S&P 500-index en de lage spreiding van aandelenrendementen. Aandelen werden gesteund door het buitengewone monetaire beleid waarmee in 2009 werd begonnen en dat vanaf 2018 wordt afgebouwd. Dit luidde een periode in van constante rendementen die vergelijkbaar zijn met die van de jaren negentig (zie figuur 1). In deze omgeving konden eenvoudige passieve beleggingen een rendementsniveau halen dat twee keer zo hoog lag als het volatiliteitsniveau. Waarom zou je ergens anders in willen investeren?

Het is echter gevaarlijk om dit eindeloos te extrapoleren. De geschiedenis leert ons dat eenvoudige passieve beleggingen te lijden kunnen hebben van periodes van extreme volatiliteit. In recente jaren waren de gebeurtenissen in 2008 en 2000-2002 extreem pijnlijk, vooral voor gepensioneerden. In de daaropvolgende periodes zouden gepensioneerden die volledig belegd waren in aandelen nog vijf jaar lang nominale verliezen kunnen lijden (zie figuur 1). De situatie is vandaag de dag nog erger door de vergrijzing in de ontwikkelde wereld. Het stijgend aantal gepensioneerden betekent dat de maatschappelijke kwetsbaarheid voor beleggingsverliezen en de mogelijke gevolgen daarvan toenemen.

FIGUUR 1: AANDELEN- EN OBLIGATIE-INDEXEN VOLGEN VOLATILITEIT OOK



Bron: Robert J. Shiller en Datastream per november 2019. Grafiek toont achterblijvend 5-jaarsrendement, Sharpe-ratio op jaarbasis. Prestaties uit het verleden vormen geen garantie voor toekomstige resultaten. De performance van de index is geen goede afspiegeling van de kosten voor het beheer van een portefeuille omdat een index niet wordt beheerd en niet beschikbaar is voor directe beleggingen.

We mogen ons geen rad voor ogen laten draaien door de monetaire versoepeling in de afgelopen tien jaar en de gevolgen voor de rendementen van de activaklasse. Een portefeuille met gediversifieerde rendementen, of dat nu via een specifieke absolute return-strategie gebeurt of door blootstelling aan alternatieve of multi-asset-beleggingen, kan in de periode van lage groei die we op korte termijn verwachten, voordelig uitpakken.

Merrill Lynch³ kochten ze voor US\$ 3,6 biljoen aan aandelen. (zie figuur 2.).

Afnemende obligatierendementen maakten dat mogelijk en bedrijven konden hun leverage tegen zeer lage kosten verbeteren. De extrapolatie van deze dynamiek naar 2020 brengt twee mogelijke gevaren met zich mee. Ten eerste bevinden de reële rendementen op 10-jaarsobligaties zich al op een historisch laag niveau en is er een extreem negatief groeiscenario ingeprijsd. Wij vinden deze rendementen te laag en er is geen reden dat ze op lange termijn (met uitzondering van Japan) negatief zouden worden. Ten tweede waren de winstmarges van

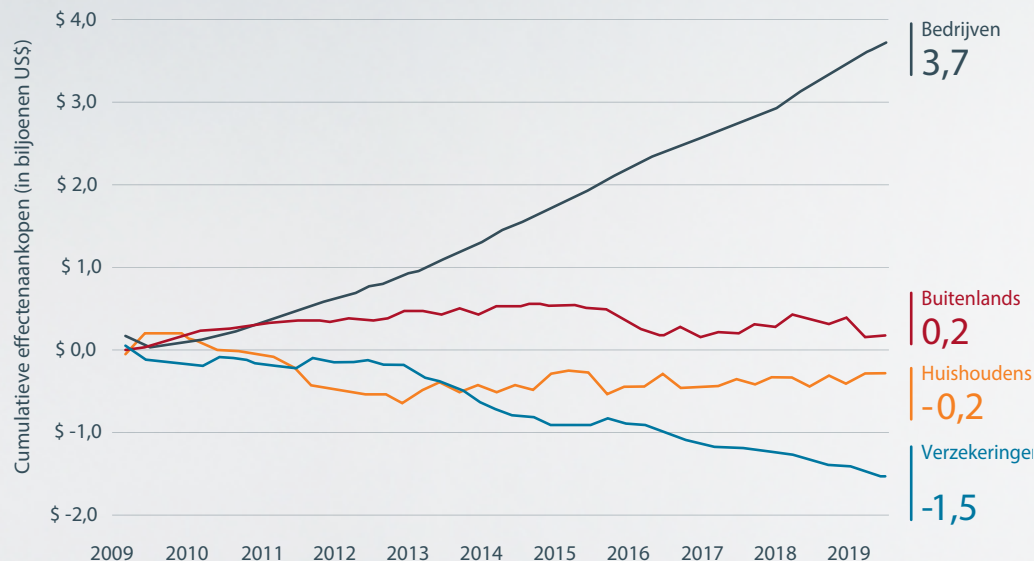
bedrijven nog nooit zo hoog en nemen ze nu af. Beide factoren zouden voor toekomstige terugkopen van aandelen problemen kunnen opleveren.

Het gevaar van een bearmarkt ontstaat als beleggers breder inzien dat de winstgroei per aandeel in de afgelopen jaren werd aangewakkerd door terugkopen. Als dat mechanisme zou vertragen als gevolg van de stijgende financieringskosten voor bedrijven en slinkende marges, dan zouden we snel het terrein van de bearmarktdynamiek betreden, die in scherp contrast staat met de constructieve cyclus van het afgelopen decennium. In combinatie met het beperkte rendementspotentieel van

vastrentende beleggingen kan dit ertoe leiden dat beleggers zich van de traditionele activaklassen afkeren. Tegen deze achtergrond willen we waarde toevoegen door rendementsbronnen te spreiden. We waarschuwen echter dat beleggers de performancebronnen van een fondsbeheerder volledig moet begrijpen en dat hij of zij zich goed moet laten voorlichten over wat de verwachtingen zijn voor periodes van marktspanning. Hoewel deze benadering gezien de actuele economische situatie net op het juiste moment komt, gaat het ons vooral om de langetermijnvoordelen ervan.

**FIGUUR 2:
INKOPEN VAN AANDELEN
ONDERSTEUNEN WINSTEN**

Bedrijven zijn sinds 2009 de grootste kopers van aandelen, waardoor K/W-verhoudingen en schuldratio's worden opgedreven. Nu financieringskosten waarschijnlijk zullen stijgen en winstmarges van bedrijven afnemen, zullen er in de toekomst wellicht minder aandelen worden teruggekocht.



Bron: Michael Hartnett, The Flow Show, onderzoek van Bank of America Merrill Lynch, 5 september 2019

LEES MEER

DE SERIE MARKT GPS: BELEGGINGSVOORUITZICHTEN BEVAT ARTIKELN VAN DE MANAGERS VAN ONZE AANDELEN-, OBLIGATIE-, EN ALTERNATIEVE BELEGGINGEN-TEAMS, NAAST EEN SAMENVATTING.

Bekijk de volledige Markt GPS: Beleggingsvooruitzichten 2020 op [JanusHenderson.com](https://www.janus-henderson.com)

Bij Janus Henderson bespreken en bediscussiëren onze beleggingsteams hun visie regelmatig. Het staat ze echter vrij hun eigen mening te vormen over de kansen en risico's op de markt. Het commentaar van individuele portefeuillebeheerders dat u in het deel Inzichten op de website van Janus Henderson vindt, maakt deel uit van onze *Knowledge. Shared.* aanpak.



¹ Bloomberg en Datastream. HFRI Fund Weighted Composite Index, data tot 30 augustus 2019

² Boyer, Brian, Nadauld, Taylor D. en Vorkink, Keith P. (Brigham Young University) en Weisbach, Michael S. (Ohio State University). "Private Equity Indices Based on Security Market Transactions", 24 oktober 2018.

De beschreven meningen zijn die van het moment van publicatie. Ze zijn alleen bedoeld ter informatie en mogen niet worden gebruikt of opgevat als beleggings-, juridisch of fiscaal advies of als een aanbod of verzoek om een effect te verkopen of te kopen, of als een aanbeveling om een effect te kopen, te verkopen of aan te houden of om een beleggingsstrategie of marktsector te volgen. Niets in dit materiaal geldt als een directe of indirecte verlening van beleggingsbeheerdiensten die specifiek zijn gericht op de wensen van klanten. Meningen en voorbeelden zijn bedoeld ter illustratie van algemene thema's, zijn geen indicatie van handelsintenties, en zijn altijd onderhevig aan wijziging door veranderingen op de markt of van economische omstandigheden. Het materiaal is niet bedoeld om te aan te geven of impliceren dat de genoemde voorbeelden op dit moment zijn opgenomen in een portefeuille of dat ooit zijn geweest. Prognoses vormen geen garantie voor toekomstige resultaten. We garanderen niet dat de informatie volledig of juist is, en bieden geen garantie voor het resultaat op basis van het gebruik hiervan. Janus Henderson Investors heeft voldoende vertrouwen in de juistheid en volledigheid van alle openbaar beschikbare informatie voor het opstellen van dit document. Prestaties uit het verleden vormen geen garantie voor toekomstige resultaten. Beleggen brengt risico's met zich mee zoals het verlies van het hoofdkapitaal of waardeschommelingen.

Niet alle producten of diensten zijn beschikbaar in alle jurisdicties. De distributie van dit materiaal of van de informatie daarin kan worden beperkt door wetgeving en mag niet worden gebruikt in jurisdicties of onder omstandigheden waarin het gebruik illegaal is. De inhoud van dit materiaal is niet goedgekeurd door een toezichthouder. Janus Henderson is niet verantwoordelijk voor een eventuele onrechtmatige, volledige of gedeeltelijke, distributie van dit materiaal aan derde partijen of voor informatie die op basis van dit materiaal werd samengesteld.

Dit materiaal mag, geheel of gedeeltelijk in welke vorm dan ook, niet worden gereproduceerd en er mag niet naar worden verwezen in andere publicaties zonder uitdrukkelijke schriftelijke toestemming. Wij behouden ons het recht voor telefoongesprekken op te nemen voor onze wederzijdse bescherming, om onze klantenservice te verbeteren en voor regelgevingsdoeleinden voor registratie.

Uitgegeven in Europa door Janus Henderson Investors. Janus Henderson Investors is de naam waaronder beleggingsproducten en -diensten worden geleverd door Janus Capital International Limited (reg. nr. 3594615), Henderson Global Investors Limited (reg. nr. 906355), Henderson Investment Funds Limited (reg. nr. 2678531), AlphaGen Capital Limited (reg. nr. 962757), Henderson Equity Partners Limited (reg. nr. 2606646), (allen geregistreerd in Engeland en Wales te 201 Bishopsgate, Londen EC2M 3AE en gereguleerd door de Financial Conduct Authority) en Henderson Management S.A. (reg. nr. B22848 te 2 Rue de Bitbourg, L-1273, Luxemburg en gereguleerd door de Commission de Surveillance du Secteur Financier). Adviesdiensten in de VS worden geleverd door beleggingsadviseurs die zijn geregistreerd bij de SEC en een dochteronderneming zijn van Janus Henderson Group plc. In **Canada** worden door Janus Capital Management LLC alleen in bepaalde jurisdicties producten en diensten aangeboden aan institutionele beleggers.

Uitgegeven in (a) **Singapore** door Henderson Global Investors (Singapore) Limited, toegestaan en gereguleerd door de Monetaire Autoriteit van Singapore. Janus Henderson Investors (Singapore) Limited Company registratienr. 199700782N,

uitsluitend voor gebruik door institutionele beleggers zoals gedefinieerd in Sectie 4A van de Securities and Futures Act, Singapore. Deze advertentie of publicatie werd niet gecontroleerd door de Monetaire Autoriteit van Singapore. (b) **Hong Kong** door Janus Henderson Investors Hong Kong Limited, toegestaan en gereguleerd door de Securities and Futures Commission, (c) **Taiwan** R.O.C door Janus Henderson Investors Taiwan Limited, toegestaan en gereguleerd door de Financial Supervisory Commission R.O.C. Onafhankelijk geëxploiteerd door Janus Henderson Investors Taiwan Limited. Suite 45 A-1, Taipei 101 Tower, No. 7, Sec. 5, Xin Yi Road, Taipei (110). Telefoon: (02) 8101-1001. Goedgekeurd SICE-vergunningsnummer 023, in 2018 afgegeven door de Financial Supervisory Commission, (d) **Zuid-Korea** door Janus Henderson Investors (Singapore) Limited. In Zuid-Korea wordt dit materiaal uitsluitend uitgegeven voor gebruik door de ontvanger die bij ontvangst van dit materiaal garandeert dat hij/zij een gekwalificeerde professionele belegger is, (e) **Japan** door Janus Henderson Investors (Japan) Limited, gereguleerd door de Financial Services Agency en geregistreerd als een firma in financiële instrumenten dat beleggingsbeheer en beleggingsadvies biedt en optreedt als agentschap en dat Type II zakelijke dienstverlening op het gebied van financiële instrumenten aanbiedt, (f) **Australië en Nieuw-Zeeland** door Janus Henderson Investors (Australië) Institutional Funds Management Limited (ABN 16 165 119 561, AFSL 444266) en (g) het **Midden-Oosten** door Janus Capital International Limited, gereguleerd door de Dubai Financial Services Authority als een vertegenwoordigend kantoor. In het Midden-Oosten worden geen transacties afgesloten en bij vragen kunt u zich wenden tot Janus Henderson.

Voor andere landen/regio's in APAC: Dit materiaal is uitsluitend bedoeld ter informatie en mag niet worden verspreid aan andere personen of opnieuw gedistribueerd worden. Dit materiaal is uitsluitend uitgegeven voor institutionele beleggers (of professionele/gekwalificeerde beleggers indien een dergelijke kwalificatie van toepassing is in lokale wetgeving).

Opmerking voor lezers in China (PRC), Afrika en Colombia: Janus Henderson is (a) niet vergunninghoudend, geautoriseerd of geregistreerd door de Chinese Commissie voor effectenregelgeving voor beleggingsbeheer of beleggingsadviesdiensten of anderszins goedgekeurd door Chinese toezichthouders voor het verlenen beleggingsbeheerdiensten of beleggingsadviesdiensten in de Volksrepubliek China (de "PRC") (hieronder vallen, voor dit doel, niet de speciale administratieve regio's Hongkong, Macau of Taiwan). Janus Henderson Investors doet geen uitspraken over en geeft geen garanties dat het in overeenstemming is, of ooit zal zijn, met Chinese wetgeving. Dit document en de informatie daarin zijn alleen beschikbaar voor doelgericht geselecteerde institutionele beleggers in de PRC, (b) mogen in Zuid-Afrika niet gebruikt worden voor marketingdoeleinden en (c) mogen niet gebruikt worden voor het op de markt brengen van diensten en/of producten in Colombia of aangeboden worden aan inwoners van Colombia tenzij deze promotie en marketing in overeenstemming zijn met de toepasselijke regels en wetgeving.

Uitsluitend voor gebruik door professionele en institutionele beleggers. Dit materiaal mag niet worden gereproduceerd of gedistribueerd worden aan andere personen dan de ontvanger.

Buiten de VS: Uitsluitend bedoeld voor institutionele en professionele beleggers, gekwalificeerde distributeurs, zakelijke beleggers en zakelijke klanten, zoals gedefinieerd voor de van toepassing zijnde jurisdictie. **Niet voor openbare publicatie of distributie.**

Janus Henderson, Janus, Henderson, en Knowledge. Shared en Knowledge Labs zijn handelsmerken van Janus Henderson Group plc of een van diens dochterondernemingen. © Janus Henderson Group plc.