

redelijk gewaardeerd, wat wil zeggen dat we een rendement van ongeveer 5 procent verwachten in de komende jaren. Bijna de helft van onze aandelenportefeuille bestaat daarom uit aandelen uit opkomende landen.

Maar er is ook een andere reden waarom we nog steeds stevig in aandelen beleggen, ondanks de hoge waarderingen. De mogelijkheid bestaat dat het ruime beleid van centrale banken nog lange tijd aanhoudt. Uit onderzoek blijkt dat de periodes van financiële repressie enorm in lengte kunnen verschillen. Gemiddeld gaat het om periodes van 22 jaar, maar het verleden laat periodes zien van slechts één tot wel 35 jaar. Aangezien we er op dit moment pas vijf jaar kwantitatieve verruiming op hebben zitten, en aandelen in een scenario van repressie de 'lesser of two evils' zijn, vinden we het niet onverstandig om de blootstelling aanzienlijk te houden."

Zijn er nog kansen in Europa?

"Het is maar wat je Europees noemt. Grote bedrijven als Unilever en Nestlé zijn in zoveel landen actief dat zij net zo goed een notering in New York, of iedere andere stad, zouden kunnen hebben. Door de grote belangstelling voor dit type multinationals vinden we de waarderingen steeds minder aantrekkelijk.

Op dit moment zit de meeste waarde binnen het spectrum van Eu-

ropese aandelen in cyclische bedrijven. Denk bijvoorbeeld aan telecombedrijven die een grote blootstelling hebben aan lokale economieën, en zullen profiteren van het herstel in de landen waar ze actief zijn. Maar ook hier bouwen we vanwege de opgelopen koersen langzaam onze posities af. Toch is Europa nu voor beleggers veel aantrekkelijker dan de Verenigde Staten."

Hebben jullie helemaal niets belegd in de Verenigde Staten?

"In de Verenigde Staten zijn de koersen van de meeste ondernemingen harder opgelopen dan de winsten. We beleggen momenteel voornamelijk in kwaliteitsaandelen; de aandelen van bedrijven met een consistente en hoge winstgevendheid en weinig schulden. Deze aandelen zijn relatief gezien een stuk aantrekkelijker geprijsd dan de brede markt in de Verenigde Staten. Deze portefeuille bestaat uit tientallen namen waaronder Coca-Cola, Procter & Gamble en Johnson & Johnson, maar ook gevestigde bedrijven uit de technologiesector zoals IBM en Microsoft.

Deze aandelen hebben de afgelopen tijd buitengewoon goed gepresteerd. Het zijn nog steeds de meest aantrekkelijke aandelen in de Verenigde Staten. Maar vanwege de opgelopen koersen verkopen wij nu ook deze aandelen langzaam maar gestaag."

Hoe bepaalt GMO de verdeling van het geld binnen de categorie aandelen?

"We verdelen wereldwijde aandelen in zo'n vijftig verschillende groepen. Van al die groepen berekenen we de rendementsperspectieven op de middellange termijn. De belangrijkste maatstaf om dit rendementsperspectief te bepa-

len is waardering. Een aandeel dat voor tien keer de winst te koop is, heeft over het algemeen een veel beter rendementsperspectief dan een aandeel dat voor twintig keer de winst noteert.

Vervolgens kijken we of we een gespreide portefeuille kunnen bouwen met een zo aantrekkelijk mogelijke verhouding tussen rendement en risico. Hierbij wil ik benadrukken dat we de exacte percentages in onze prognoses niet al te serieus nemen. Het is niet zo dat we zeker menen te weten dat opkomende markten een rendement zullen realiseren van 4,9 procent per jaar in de komende zeven jaar. Maar onze prognoses geven wel een duidelijk beeld van de relatieve aantrekkelijkheid van verschillende beleggingscategorieën ten opzichte van elkaar. Zo zijn aandelen van opkomende markten volgens onze prognoses veel aantrekkelijker geprijsd dan bijvoorbeeld small-cap aandelen in ontwikkelde markten en de aandelen van de brede markt in de Verenigde Staten. De precieze verdeling binnen onze portefeuilles is overigens niet de uitkomst van een wiskundig model, maar het resultaat van een discussie tussen de strategen."

Een hoge waardering is toch niet het enige risico van een belegging?

"Naast het belangrijke waarderingsrisico, beoordelen we beleggingen op drie soorten risico om te bepalen of deze interessant zijn om op te nemen in de portefeuille. Allereerst stellen we ons de vraag wat er gebeurt met een belegging als er een economische schok plaatsvindt. Cyclische aandelen zullen, als de economie een klap krijgt, bijvoorbeeld harder onderuit gaan dan kwaliteitsaandelen of obligaties.

Daarnaast maken we een in-

schatting van de impact die een inflatieschok heeft op een belegging. Zo daalt een obligatie in waarde als de inflatie onverwacht stijgt. Het derde risico is een liquiditeitschok. Als lange-termijn-beleggers vinden we dit risico het minst relevant, omdat er fundamenteel niets aan de belegging verandert. Maar aangezien je in een liquiditeitschok alleen tegen een dump prijs je belegging kunt verkopen, verlies je flexibiliteit en daar willen we een premie voor ontvangen.

Vanzelfsprekend willen wij een vergoeding voor deze risico's in de vorm van een hoger verwacht rendement."

'ALIBABA IS
AMAZON OP
STEROIDEN'