

HET EINDE VAN EEN TIJDPERK

Dubbelinterview

Rolf Stout, beheerder van BNP Paribas OBAM, wordt door lezers van Fonds.nl gezien als de belangrijkste fondsmanager van Nederland. Per 1 december gaat Stout met pensioen en wordt Peter Ranty het nieuwe gezicht van het fonds. Samen geven zij hun visie op de belangrijkste ontwikkelingen in de financiële markten.

Marktklimaat

Rolf Stout: 'De koersbewegingen zijn tegenwoordig veel groter en sneller. Daar komt voorlopig geen verandering in. Fluctuaties in de markt kunnen scherper en langer zijn dan vroeger, aangezien grote institutionele partijen na de crisis niet langer een stabiliserende invloed hebben op de beurzen. Deze pensioenfondsen en verzekeraars mogen volgens voorschriften maar een beperkt deel van de portefeuille in aandelen beleggen. Wat je nu ziet, is dat er daarom steeds meer geld stroomt richting niet-genoteerde beleggingen. Dat is een enorme flauwekul, want het enige verschil is dan het ontbreken van een beursnotering. Het risico blijft precies hetzelfde. Een andere factor is dat veel mensen trendvolgers zijn geworden. Er is niet veel voor nodig om een ontwikkeling in gang te zetten in een bepaald aandeel of een bepaald gedeelte van de markt. In het huidige klimaat gaan de rendementen van een portefeuille op basis van een langetermijnvisie, waar wij in geloven, sterker afwijken van de index dan vroeger.'

Peter Ranty: 'Een hoge volatiliteit is niets nieuws, maar in 1987 bijvoorbeeld ebde dat vrij snel weg. In het verleden stegen of daalden beursindices vaak met niet meer dan 2 procent in een week. Tegenwoordig gebeurt dat binnen een dag. Als je 's avonds een blik werpt op de stand van de Dow Jones, kan de wereld er heel anders uitzien dan op het moment dat je wegging van kantoor.'

Timing

Stout: Eind 2008 en aan het begin van 2009 was de kaspositie van het fonds opgelopen tot meer dan 9 procent van het fondsvermogen, vlak onder het maximum van 10 procent. Toen we in de laatste week van februari heel dui-

delijk het idee kregen dat het bankensysteem niet zou gaan omvallen, hebben we besloten om het belang in de financiële sector flink uit te bouwen. Op dat moment was er een behoorlijke onderweging, aangezien de opbrengst van onze positie in ABN Amro na de verkoop van die bank niet is herbelegd. Dat zijn beslissingen waar een aantal weken van onderling overleg aan voorafgaan, maar die vervolgens heel snel in de portefeuille worden ingepast. Dat bleek het keerpunt in de markt te zijn.'

Tracking

Stout: 'De tracking error heeft voor veel fondsen verstikkend gewerkt. Een gevolg van de toenemende volatiliteit op de beurzen zorgde ervoor dat de tracking error bij actieve fondsen zoals OBAM door het dak heen schoot. In dit opzicht heeft het fonds geen harde doelstelling, maar er is wel een bandbreedte waar we op richten. Dan kom je voor de keuze te staan om aan je beleid vast te houden, of om riskantere posities af te bouwen en het belang in defensieve beleggingen als de nutssector te vergroten. Dan word je door de tracking error gedwongen om achter de markt aan te lopen, terwijl de beurskoersen op die momenten vaak geen goede indicator zijn van de werkelijke waarde van de onderliggende bedrijven.'

Ranty: 'De tracking error is een theoretische kwestie, die in de praktijk zijn doel kan missen. De maatstaf is gebaseerd op afwijkingen ten opzichte van een index die zich geleidelijk beweegt. Als die index plotseling zeer volatiel wordt, is de tracking error geen goede maatstaf meer. In mijn ogen zouden we dan ook te academisch te werk gaan als er een vaste grens voor de tracking error was ingesteld. Behalve door het sterke geloof in de eigen visie onderscheidt OBAM zich ook door de pragmatische aanpak. Toen bijvoorbeeld bleek dat een zeer brede spreiding niet altijd het gewenste effect heeft, hebben we het aantal posities in onze portefeuille verkleind.'

Stout: 'We onderzoeken nu welke risicomaatstaf we het beste kunnen gebruiken. Het effect

moet in ieder geval niet zijn dat we gedwongen worden om de portefeuille te wijzigen als de volatiliteit op de beurzen toeneemt. Die aanpak is veel te mechanisch. Beleggen is het zoeken naar kansen in markten en niet het opschuiven richting de index.'

Horizon

Stout: 'Soms verliezen mensen wel eens uit het oog waarom ze eigenlijk beleggen. Ik heb het gevoel dat een groeiende groep ernaar op zoek is om binnen een steeds kortere tijd een steeds hogere winst te boeken. Vroeger was acht jaar de minimale beleggingshorizon en daar hoor je niemand meer over.'

Ranty: 'We merken wel dat particuliere beleggers hun geld langer aan OBAM toevertrouwen dan institutionele partijen. Bij die laatste groep is er regelmatig in- en uitstroom door wijzigingen in de tactische allocatie, waarbij de positie van aandelen wordt afgezet tegen andere beleggingscategorieën. Maar het merendeel van de klanten heeft gelukkig een lange horizon, wat onder meer tot uitdrukking kwam door de geldinstroom tijdens de crisis in 2008.'

Trend

Stout: 'Het groeimomentum in de wereld is opgeschoven naar opkomende landen en dat zal niet meer veranderen. Voor westerse economieën blijft het waarschijnlijk bij doormodderen in een laag tempo. Dat is niet automatisch slecht voor het bedrijfsleven, want veel ondernemingen hebben zich al op die ontwikkeling ingesteld door posities op te bouwen in opkomende landen. Dat zijn ontwikkelingen waar we op inspelen, want de binnenlandse vraag blijft in de westerse wereld vermoedelijk onder druk staan.'

Ranty: 'Wij hebben vroeger heel vaak het verwijt gekregen dat we met onze posities in China niet belegden maar gokten. Bij beleggen gaat het echter niet alleen om het ontdekken van de goede trends, maar ook om het inschatten hoe de markt daarmee omgaat. Die combinatie maakt dit werk juist zo leuk.'

'Het groeimomentum is opgeschoven naar opkomende markten en dat zal niet meer veranderen'

'Het merendeel van de klanten heeft gelukkig een lange horizon'