

Waarom een pure focus op bèta niet langer volstaat

Acht macro-economische thema's die bepalend zijn voor de mondiale markten en hoe Multi-Asset manager

Talib Sheikh daarop inspeelt

Luxemburg, 22 juli 2015: Gespreid beleggen in traditionele markten (dat wil zeggen het kopen van long-only bèta) heeft veel beleggers rijkelijk beloond in de jaren na de financiële crisis. Het tij heeft alle segmenten naar voren gestuwd, en vrijwel elke beleggingscategorie heeft het relatief goed gedaan. Maar vertrouwen op long-only bèta voor rendement is door de turbulentie in de hedendaagse mondiale markten niet meer voldoende, aldus fondsbeheerder Talib Sheikh. Sheikh is een macro-thematische, multi-asset belegger die streeft naar een portefeuille die ongeacht de economische en marktgerelateerde omstandigheden rendement kan leveren. Hij is steeds meer een mix van geavanceerde strategieën gaan benutten om zo meer diversificatie aan te brengen ten opzichte van traditionele beleggingscategorieën.

In 2013 had Sheikh meer dan 56% van zijn portefeuille ondergebracht in traditionele risicoactiva, en belegde hij in een typische combinatie van aandelen en obligaties. Maar doordat de traditionele beleggingscategorieën minder aantrekkelijk zijn gaan ogen, heeft Sheikh de risico's meer verschoven naar minder gecorreleerde, geavanceerde strategieën, zoals relatieve waarde, derivaten, en dynamische hedging. Als gevolg daarvan heeft hij 60% van de portefeuille belegd in geavanceerd risico en slechts 40% in traditionele risicoactiva. Hij heeft het algehele directionele risico (ofwel de blootstelling aan koersveranderingen in de brede markt) in zijn portefeuille teruggebracht, en legt de nadruk nu op gecombineerde en niet-directionele posities waarin hij een hoge overtuiging heeft.

Sheikh baseert zijn fonds op de overtuiging dat de wereldwijde macro-economische trends de belangrijkste aandrijvende factor zijn van alle beleggingscategorieën en hij hanteert een flexibele benadering om strategieën te implementeren in de portefeuille, gebaseerd op die trends. Dat betekent dat hij bepaalde visies kan benutten via verschillende soorten beleggingen om zo rendement te genereren. Dit zowel met behulp van traditionele als geavanceerde strategieën, in elke beleggingscategorie wereldwijd. Dit proces maakt het mogelijk voor hem om zich te richten op het opwaartse potentieel van de markten en tegelijk voor bescherming tegen neerwaartse risico's te zorgen. Zo heeft hij acht belangrijke macro-economische thema's in beeld gebracht die de markten domineren en maakt hij gebruik van maar liefst dertig verschillende onderliggende strategieën om in te spelen op beleggingsideeën gebaseerd op deze thema's. Hieronder is het macro-thematische kader beschreven dat Sheikh gebruikt bij het beheer van het fonds, inclusief tactische voorbeelden van hoe hij inspeelt op deze ideeën:

- 1) **Europa's geleidelijke groeiherstel:** Door de proactieve reactie van de ECB op de lage inflatie, is de groei aan het terugkeren in Europa en verbeteren de kredietvoorwaarden, ondanks de structurele risico's die overblijven. Zodra de situatie in Griekenland stabiliseert, zouden de ruggensteun van de zwakkere euro, een verbeterend vertrouwen

in de eurozone, en een opleving in de kredietcyclus, Europese risicovolle beleggingen samen omhoog moeten stuwen.

- **Hoe speelt hij hierop in?** Een Griekse deal lijkt waarschijnlijk, maar veel politieke hindernissen blijven bestaan. Als gevolg heeft hij zijn tactische allocatie naar Europa wat gereduceerd. Hij denkt dat de gevolgen van een Grexit beperkt zouden blijven en dat de koersontwikkelingen getuigen van optimisme, omdat de vangnetten van de ECB geloofwaardig zijn en besmettingsgevaar geen grote zorg is. De portefeuille heeft daadwerkelijk geprofiteerd van een deel van de kortetermijnvolatiliteit in Europa via een long-Europa versus short-VS variatie-swap, een positie waarmee beleggers kunnen inspelen op de volatiliteit van de ene markt ten opzichte van de andere markt.

2) **Herbalancering opkomende markten:** Ongunstige mondiale omstandigheden en afnemende krediethaussés leiden tot langzamer groeiende opkomende markten en externe herbalancering, en vormen een algemeen punt van zorg. Beleggingen in opkomende markten zijn onderwogen en relatief goedkoop, maar totdat er meer bewijs is van structurele hervormingen (of totdat beleggingen echt voor een koopje te krijgen zijn), blijven we voorzichtig.

- **Hoe speelt hij hierop in?** Een significante onderweging in opkomende markten is een van Sheikhs ideeën waarvan hij het meest overtuigd is, en hij neemt dan ook actief short-posities in aandelen van opkomende markten. Hij is ook negatief over wereldwijde grondstoffen en verdere afgeleiden van dit segment. Zo heeft hij een short-positie in valuta die zijn gerelateerd aan de grondstoffenvraag van opkomende markten, zoals de Australische dollar, die onder invloed staat van de dalende grondstoffenvraag vanuit de vertragende Chinese economie. Hij heeft ook kunnen profiteren van een short-positie in valuta's van opkomende markten ten opzichte van de Amerikaanse dollar, waaronder short-posities in de Zuid-Koreaanse won en de Zuid-Afrikaanse rand.

3) **Amerikaanse economische kracht:** De Amerikaanse werkgelegenheid blijft herstellen, de inflatie is stabiel, de Amerikaanse consument kan profiteren van lagere oliepijzen en de bedrijfsbalansen zijn sterk. We zijn voorzichtig van mening dat een renteverhoging door de Amerikaanse Federal Reserve in september nog steeds ophanden is. Maar de kans hierop koerst nu snel af op 50/50. Een sterk BBP-cijfer over het tweede kwartaal en een aanhoudend momentum in de Amerikaanse werkgelegenheid pleiten voor een verhoging in september, maar als de recente volatiliteit op de markten leidt tot een sterkere Amerikaanse dollar kan de Fed zijn stap uitstellen. Toch denken wij dat de Fed dit jaar zal beginnen met het verhogen van de rente. We verwachten enige volatiliteit bij aandelen als gevolg van de renteverhoging, maar de geschiedenis duidt erop dat die van korte duur zou moeten zijn. Dat geldt vooral (zoals waarschijnlijk het geval zal zijn) als betere groeivoorzichten de reden zijn voor de beleidsaanscherping door de Fed.

- **Hoe speelt hij hierop in?** Sheikh is optimistisch over de vooruitzichten dat Amerikaanse aandelen hun nu al zes jaar durende weg omhoog kunnen vervolgen en behoudt zijn exposure, deels door middel van een long-USD positie. In tegenstelling tot veel andere fondsbeheerders, beschouwt hij de naderende renteverhoging door de Amerikaanse Fed niet als een reden om afstand te nemen van de Verenigde Staten. Hij is vooral positief over de technologiesector en de financiële sector, waar de waarderingen
-

aantrekkelijk ogen. Ook heeft hij onlangs goede resultaten geboekt in de gezondheidszorgsector, waar de fusie- en overnameactiviteit kansen heeft gecreëerd.

4) **Lage inflatie:** Significante onderproductie en de factor arbeid die zijn prijsstellingsvermogen nog moet herwinnen, houden de inflatie wereldwijd zeer laag.

- **Hoe speelt hij hierop in?** Sommige van Sheikhs grootste traditionele posities in de portefeuille, waaronder gezondheidszorgaandelen en vastrentende waarden in ontwikkelde markten, zijn een afspiegeling van het thema van de lage inflatie. Hij heeft het risico echter verminderd in dit thema, waarbij hij het belang in de aandelen- en obligatiemarkten heeft verlaagd om de portefeuille te beschermen. Hij heeft ook de duration-blootstelling gereduceerd, die nu bijna nul is in de portefeuille, om zo de rentegevoeligheid laag te houden.

5) **Zwakke aan aanbodzijde:** Lage toename van de werkgelegenheid en de productiviteit wereldwijd zullen de groei beperken en kunnen leiden tot eerdere renteverhogingen van centrale banken.

- **Hoe speelt hij hierop in?** Een krappere aanbodzijde zal waarschijnlijk leiden tot druk op de obligatierentes op de korte termijn, maar verlaagt de trendmatige groei en dus ook de langetermijngroei. Dat biedt steun aan de rendementen van langlopende vastrentende waarden. Gelet hierop heeft Sheikh posities in het fonds die kunnen profiteren van een vervlaking van de Amerikaanse rentecurve, waarbij de korte rente zal stijgen in reactie op een renteverhoging door de Fed. De langere rentes zouden relatief statisch moeten blijven.

6) **Mondiale beleidsdivergentie:** Het economische herstel sinds de financiële crisis verloopt wereldwijd via verschillende trajecten, wat nu tot uiting komt in verschillende beleidsreacties in de diverse regio's in de wereld. De Fed staat op de drempel van de weg naar normalisering en een eerste renteverhoging in negen jaar tijd, terwijl de Europese Centrale Bank en de Bank of Japan hun balansen agressief blijven uitbreiden door de aankoop van activa om de inflatie aan te wakkeren en hun economieën te beschermen.

- **Hoe speelt hij hierop in?** Dit thema wordt weerspiegeld door Sheikhs long-positie in Europese aandelen, die volgens hem zouden moeten profiteren van de monetaire verruiming door de ECB, hoewel hij het risico in deze positie onlangs wat heeft teruggebracht. Het thema komt ook tot uiting door zijn short-positie in aandelen van opkomende markten, die waarschijnlijk gaan lijden onder de aanscherping van het Amerikaanse monetaire beleid, iets dat mogelijk zal zorgen voor de uitstroom van kapitaal uit opkomende markten. Tenslotte heeft hij een long-positie in de USD als weerspiegeling van dit thema, waarvan hij denkt dat dit wordt versterkt door verbetering van de interne en externe balansen.

7) **China in transitie:** China vertraagt doordat het de snelle kredietaccumulatie moet verwerken. De extreme niveaus van de recente volatiliteit zoals we die zien in de Chinese markten, suggereren dat beleidsinstrumenten mogelijk niet volledig effectief zijn in het aanpakken van de structurele zorgen.

- **Hoe speelt hij hierop in?** De recente volatiliteit van Chinese aandelen heeft ervoor gezorgd dat Sheikhs long-China versus short-VS variatie-swap goed heeft gepresteerd. Hij is short in diverse valuta's die door hun relatie met grondstoffen en opkomende markten zullen lijden onder de Chinese achteruitgang, en is tevens short in aandelen van opkomende markten algemeen.

8) **Het economische herstel van Japan:** De Japanse overheid en de Bank of Japan zitten op één lijn met hun doelstellingen om de prijzen van activa op te stuwen en een nieuwe impuls aan de economie te geven. De consumptie herstelt langzaam en de economie vertoont tekenen van duurzame kracht.

- **Hoe speelt hij hierop in?** Sheikh belegt in Japanse exporteurs, die aantrekkelijk zijn gewaardeerd en extra operationele kracht krijgen door de devaluatie van de Japanse munt, en dus afkoersen op een hogere winstgevendheid. Hij heeft ook een long-positie in Japanse vastgoedaandelen, die zouden moeten profiteren van het binnenlandse reflatiebeleid.

De mogelijkheid om beleggingen te selecteren die zullen profiteren van de heersende macro-economische trends en bescherming op te bouwen tegen beleggingen die dat niet doen, heeft eraan bijgedragen dat het fonds van Sheikh in verschillende marktomstandigheden voor outperformance heeft gezorgd. Het fonds deed het bijvoorbeeld beter dan een gebalanceerde mix van 50% obligaties en 50% aandelen in de afgelopen 20 maanden. Meer recent heeft het fonds voor outperformance gezorgd tijdens de fase van hoge volatiliteit; het presteerde aanzienlijk beter dan zijn peers, gemeten over 1 maand, 3 maanden en het jaar tot nu toe.

Over de manier waarop hij streeft naar positieve rendementen in verschillende marktomstandigheden, zegt Sheikh dat hij mondiale asset-allocation naar een volgend niveau tilt, met maximale flexibiliteit om in te spelen op convergentie en divergentie in de wereldwijde macro-economische trends, of dat nu is door middel van dynamische hedging, short-posities, valuta's, derivaten, of via de traditionele markten.

Talib Sheikh is co-fondsmanager van het JPMorgan Investment Funds - Global Capital Appreciation Fund.
