

## Rendement

➤ 25,5% tot en met september 2019

## HeerenNieuws nummer 10 – september 2019

### Terugblik september 2019

In september verdwenen de zorgen over de economische vooruitzichten en de handelsoorlog tussen de VS en China naar de achtergrond. De verder dalende rente en de aankondiging van een nieuw opkoopprogramma door de ECB dreven veel beleggers weer richting de aandelenmarkten. Dit zorgde voor een stijging van de MSCI All Countries World Index van 3,2%. Ons rendement over het aandelengedeelte was met 3,6% nog iets beter.



In september presteerden de sectoren gezondheidszorg (+0,9%) en consumptiegoederen (+1,8%) relatief slecht, terwijl de sector financiële dienstverleners het juist erg goed deed met een resultaat van 5,9%. Tegen deze achtergrond is het opvallend dat onze portefeuille zo goed presteerde omdat wij een overwogen positie hebben in

deze twee slecht presterende sectoren en een onderweging in financiële waarden. Dit laat eens te meer zien hoe belangrijk onze aandelenkeuzes zijn voor de prestaties van de portefeuille.

Royal Bank of Canada was ons best presterende aandeel met een stijging van 10,0%. Daarnaast lieten twee aandelen die al langer wat minder geliefd zijn bij beleggers de afgelopen maand juist een mooie stijging zien. Zowel IBM als AT&T stegen 8,4%. AT&T steeg omdat de activistische belegger Elliott Management voor 3,2 miljard USD een belang van ruim 1% in het bedrijf heeft genomen. De koerswinst van IBM en Royal Bank of Canada is niet aan specifiek nieuws te koppelen.

De sterkste dalers in onze portefeuille waren Novartis (-/- 2,5%), Unilever (-/- 2,3%) en Richemont (-/- 1,8%). Dit is niet heel verrassend omdat de stijging van de aandelenkoersen in september vooral gedreven werd door de meer cyclische namen. De meer defensieve aandelen, waaronder ook Novartis en Unilever blijven in zo'n situatie wel vaker wat achter. Bij Novartis speelde ook nog mee dat de distributie van Zantac is stopgezet omdat verontreinigde stoffen in dit medicijn gevonden zijn. De koers van Richemont stond onder druk door een adviesverlaging van UBS en terugkerende zorgen over de uitgave aan luxegoederen door de consumenten in de opkomende markten.

In september stegen de obligatierentes weer licht na de forse daling in augustus. Zo ging de 10-jaars rente in Duitsland van -/-0,65% naar -/-0,53%, wat voor een daling van de obligatiekoersen zorgde. Onze benchmark, de Barclays Bloomberg EUR Bond Aggregate index, daalde met 0,53%. Onze obligatieselectie presteerde met een verlies van 0,64% iets slechter door de zwakke performance van obligaties uit opkomende landen.

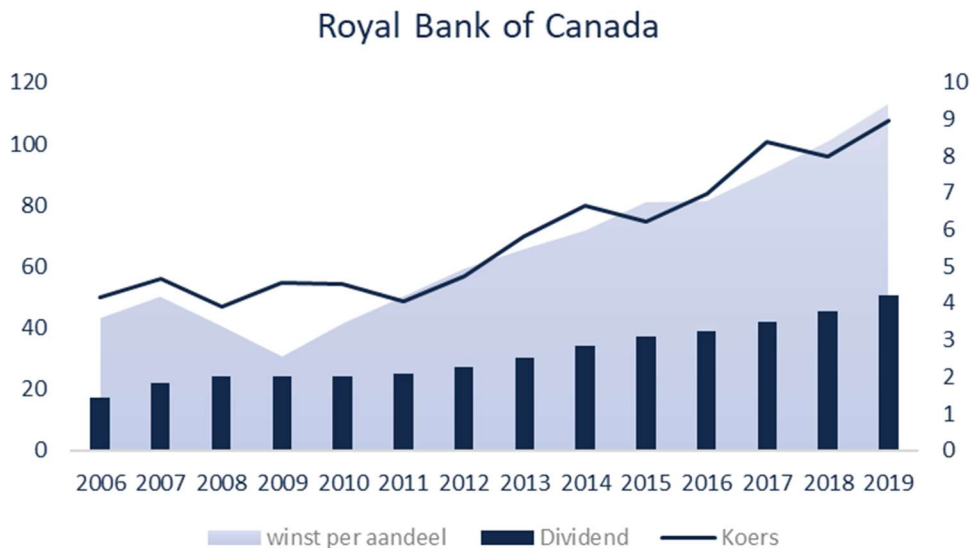
Rendementen risicoprofielen Heeren Vermogensbeheer en benchmark					
	2019 kw1	2019 kw2	2019 kw3	Sep	2019
Zeer Defensief	2,83%	1,82%	0,82%	-0,58%	5,56%
- benchmark	2,38%	2,68%	2,71%	-0,51%	7,97%
Defensief	6,65%	2,96%	2,14%	0,73%	12,15%
- benchmark	5,85%	2,60%	3,24%	0,61%	12,13%
Neutraal	8,70%	3,51%	3,10%	1,58%	16,00%
- benchmark	8,21%	2,51%	3,59%	1,35%	14,91%
Offensief	10,71%	4,02%	4,09%	2,43%	19,87%
- benchmark	11,19%	2,38%	4,01%	2,28%	18,39%
Zeer Offensief	12,91%	4,58%	5,42%	3,44%	24,49%
- benchmark	13,61%	2,24%	4,33%	3,03%	21,18%

## Royal Bank of Canada

Royal Bank of Canada (RBC) is op basis van de marktwaarde de grootste bank van Canada en een van de 15 grootste banken wereldwijd. De bank is actief in 36 landen, heeft ruim 16 miljoen klanten en meer dan 86.000 werknemers. Ruim 60% van de omzet wordt in Canada behaald, 23% in de Verenigde Staten en 15% in de rest van de wereld. Personal and Commercial banking is goed voor de helft van de omzet, 21% komt van investment banking, 18% uit vermogensbeheeractiviteiten en 12% uit overige activiteiten zoals verzekeringen.

Begin 2019 is RBC een partnership aangegaan met Blackrock, de grootste vermogensbeheerder ter wereld. Dit partnership houdt in dat Royal Bank of Canada, ook de grootste vermogensbeheerder in Canada, exclusief 150 verschillende ETF's van iShares mag verkopen. Dit verstevigt de positie van RBC als vermogensbeheerder nog verder. Wij zien dit als een positieve stap, omdat de vermogensbeheeractiviteiten voor een relatief constante stroom van inkomsten zorgen. Verder verwacht de analist van Morningstar dat de marges bij investment banking hoog kunnen blijven. Tenslotte heeft RBC in 2015 de Amerikaanse bank City National overgenomen. Deze bank heeft zijn oorsprong in Los Angeles en heeft dan ook veel cliënten vanuit de filmindustrie. Door deze overname is er ook groeipotentieel in de Verenigde Staten.

Wij zijn vooral gecharmeerd van het dividendbeleid en de consistentie van de dividendbetalingen van RBC. Wij zijn in het algemeen terughoudend met het beleggen in financiële instellingen, vooral omdat het dividend in magere jaren niet zeker blijkt, zoals de Lehman-crisis weer heeft aangetoond. Veel financiële instellingen moesten toen het dividend fors verlagen of zelfs volledig schrappen. Zo niet Royal Bank of Canada. In 2009 en 2010 werd het dividend gehandhaafd en daarna weer verhoogd. Per saldo is in de periode 2008-2018 het dividend met gemiddeld 7% per jaar verhoogd.



RBC streeft naar een pay-out ratio van 40% tot en 50%. In 2018 was de pay-out 45%, waarmee het huidige dividendrendement uitkomt op 3,9%. Dit is lager dan het huidige gemiddelde in de sector financiële dienstverlening, maar zoals gezegd vinden wij de kwaliteit van het dividend belangrijker dan de hoogte ervan in de goede jaren. Samen met de goede spreiding van de activiteiten maakt dit RBC voor ons tot een van de meest interessante namen in de sector. De koers/winst verhouding ligt met 11,1 iets boven het gemiddelde van 10,5 in de sector, maar dit vinden wij meer dan gerechtvaardigd door de kwaliteit van RBC. Vergeleken met de gemiddelde koers/winst verhouding voor de MSCI All Countries World Index van 14,9 vinden wij de waardering bescheiden..

## Waarom wij de dollar niet afdekken

Met enige regelmaat krijgen wij de vraag of het niet verstandig zou zijn om het valutarisico, en dan vooral het dollarrisico, in onze aandelenportefeuille af te dekken. De Amerikaanse munt is immers, met horten en stoten, sinds medio 2008 gestegen van 1,60 per euro tot rond 1,09 per euro eind september, wat euro-beleggers in Amerikaanse aandelen een mooi extra rendement heeft opgeleverd. Een recessie in de VS of het uit de hand lopen van de handelsoorlog tussen de VS en China zou in de komende 1-2 jaar kunnen leiden tot een verzwakking van de dollar naar bijvoorbeeld 1,15 tot 1,20 per euro. En dat zou een negatief effect op het portefeuillerendement hebben.

Wij sluiten onze ogen niet voor een dergelijk scenario, maar kiezen er toch voor om valutarisico's niet af te dekken. Daar hebben wij een aantal redenen voor.

Misschien wel de belangrijkste reden is dat wij voor de aandelenportefeuille een lange termijn visie hanteren en structureel circa 50% van de portefeuille in

Noord-Amerikaanse aandelen beleggen. Dat doen wij niet om in dollars te beleggen, maar omdat in die regio veel bedrijven te vinden zijn die aan onze selectiecriteria voldoen. Bij onze beleggingsbeslissingen baseren wij ons op de vooruitzichten van een bedrijf en op de absolute of relatieve waardering, waarbij de valutaverwachtingen geen rol van betekenis spelen. In veel gevallen zullen wij bij verkoop van een aandeel de opbrengst herbeleggen in dezelfde valuta, zodat het niet uitmaakt of die toevallig hoog of laag staat ten opzichte van andere valuta's. Uit diverse studies blijkt dat hoewel de dollar per jaar gemakkelijk 8-10% kan stijgen of dalen ten opzichte van een mandje valuta's van ontwikkelde landen, de gemiddelde fluctuatie over een langere periode (8-12 jaar) zeer beperkt is. Bovendien zijn met het afdekken van het valutarisico kosten gemoeid. Een lange termijn belegger betaalt dus een verzekeringspremie voor een risico dat hij slechts in beperkte mate loopt.

Gezien de significante valutafluctuaties in een jaar zou het voor een euro-belegger dus wél voordelig zijn om het dollarrisico op de korte termijn af te dekken. Maar dan uiteraard alleen wanneer de dollar gaat dalen. Het probleem daarbij is dat valutakoersen op korte termijn buitengewoon slecht voorspelbaar zijn. De nog redelijk voorspelbare factoren die invloed hebben zoals rente- en inflatieverschillen, verschillen in economisch groeitempo en wijzigende concurrentieverhoudingen worden op de korte termijn overschaduwd door geopolitieke en nationaal-politieke factoren.

Afgezien daarvan is het ook nog de vraag wát er precies afgedekt moet worden. Niet alle in dollars genoteerde bedrijven, want een deel daarvan heeft ook activiteiten in niet-dollarregio's (in onze portefeuille bijvoorbeeld Coca-Cola dat een flink deel van haar omzet buiten de VS behaalt). Ook hebben veel niet in dollars genoteerde multinationals activiteiten in de VS (Unilever en Danone bijvoorbeeld). Daarnaast is een zwakkere dollar voor Amerikaanse exporteurs en Europese importeurs juist gunstig: de verwachte omzet en winst stijgt bij een lagere dollar. Tenslotte dekken sommige bedrijven hun valutarisico's zelf (deels) af. De juiste mate van afdekking van de dollar bepalen voor onze portefeuille is daardoor een ingewikkelde klus.

Is afdekken dan nooit aan te raden? Dat ook weer niet. Wanneer een belegger, bijvoorbeeld door een uitkeringsverplichting in euro's, over een deel van de portefeuille geen valutarisico wil of mag lopen is afdekken zinvol. Maar omdat aandelenkoersen sterker fluctueren dan valutakoersen is het dan de vraag of het verstandig is om dat deel van de portefeuille in aandelen te beleggen.

