

Inhoud:

1. Terugblik en vooruitblik
2. Benchmarken
3. Kredietwaardigheid
4. Beleggingsbeleid
5. Tenslotte



1. Terugblik en vooruitblik

Het zag er allemaal zo mooi uit in het afgelopen kwartaal dat we dachten nu eindelijk eens te kunnen afscheid nemen van die irritante oude beurswijsheid “sell in may but remember...etc”, u weet wel! Nou, niets is minder waar: mei was inderdaad een prachtig moment geweest om afscheid te nemen van alles wat met aandelen, obligaties en andere beursgenoteerde effecten van doen heeft. We hebben het niet gedaan want we hadden nog zulke mooie scenario's in gedachten dat we zelfs voorzichtig aan een campinghousse durfden denken....En dan toch die correctie! Veroorzaakt door ietwat ongelukkige uitspraken van de bestuursvoorzitter van de FED, Mr. Ben Bernanke, waarbij hij zinspeelde op het beëindigen van de stimuleringsmaatregelen, ook wel bekend onder QE. Eigenlijk de misinterpretatie hiervan door de markt, waardoor er paniek uitbrak. Of lag het onbegrip wellicht bij de FED? Het zal de rode draad van ons betoog zijn om terug te kijken en tegelijk de toon zetten voor wat komen gaat.

Economie in vogelvlucht

Verenigde Staten, het instrument QE heeft blijkbaar gewerkt!

Het maandelijkse opkoopprogramma van staatsobligaties en hypothecaire obligaties door de FED voor 85 miljard dollar heeft wel degelijk bijgedragen de economie te stimuleren. Naast de lage rente die de FED al heel lang hanteert, heeft dit beleid het uitlenen van geld in de vorm van hypotheeklen en bedrijfskredieten een enorme oppepper gegeven. Het heeft de markt zodanig veel liquiditeit verschaft dat er weer werd geïnvesteerd en geconsumeerd en veel geld richting de aandelenmarkten werd gestuurd. Ook de obligatiekoersen bereikten door de lage, lange rente hoogte records. De huizenprijzen stijgen daardoor al weer een jaar en het aantal nieuwbouw huizen groeit. De stijgende werkgelegenheid door het aantal nieuwe banen en de toenemende bedrijfswinsten versterken

dit proces. De werkloosheid die in 2011 nog op bijna 10% lag daalt gestaag en lijkt met het huidige niveau van ongeveer 7% duidelijk aan de beterende hand. Maar men is er nog niet! Vraag is dan ook of er spoedig een einde komt aan deze monetaire verruiming. Bernanke heeft om de markten wat gerust te stellen een nuancering op zijn eerdere uitlatingen aangebracht: zolang de werkloosheid niet lager is dan 6,5% en de inflatie niet boven 2,5% uitkomt, zal de FED het opkoopprogramma continueren. En daarnaast ook de Federal Funds Rate (zeg maar het officiële rentetarief) handhaven op het huidige lage percentage (0 – 0,25%) tot minimaal medio 2015. Hoewel de economische groeicijfers duiden op lichte verbetering (van vorig jaar circa 2,2% groei, dit jaar 1,9% verwachten partijen voor

volgend jaar meer dan 3%) komt er later dit najaar natuurlijk nog het probleem van het schuldenplafond en de discussie die wellicht weer te moeten verhogen. Mede door de verbeterde macro-economische cijfers ontstaat bij partijen de angst van oplopende inflatie en dus afbouwen van het stimuleringsprogramma. En

Onze visie:

Wij hebben het gevoel dat de FED een zeer voorzichtig beleid zal blijven voeren, enerzijds omdat niet duidelijk is dat het economisch groeiherstel doorzet, anderzijds de ingevoerde belastingverhogingen en de automatische bezuinigingen van de overheid een remmende factor vormen. Daardoor zal het ons inziens meevallen hoe de inflatie zich ontwikkelt (en is bovendien geen echt beleidspunt van de FED) en zal de rente zich vanaf de huidige niveaus niet fors naar boven bewegen. Ook de kwestie van het Amerikaanse schuldenplafond zal weer in alle hevigheid kunnen losbarsten rond 1 oktober (bij de afloop van de lopende begroting). Hierdoor zal de relatieve rust rond de overheidsfinanciën verdwijnen en, indien een akkoord tussen de rivalen (Democraten en Republikeinen) niet mogelijk is zullen verdere automatische bezuinigingen worden doorgevoerd. Die situatie gekoppeld aan een onzeker herstel van de mondiale economie zal er toe bijdragen dat de rentes in de VS niet veel verder kunnen stijgen. Wat we wel als positief beschouwen is dat enerzijds de doorgevoerde bezuinigingen (en dus minder overheidsuitgaven) ook de belastinginkomsten veel harder zijn gegroeid. Daardoor zou het bereiken van de maximale schuld wel eens achterwege kunnen blijven! Het herstel op de huizenmarkt zet door, “reshoring” van de maakindustrie (zeg maar het terugkeren naar het thuisland van grote Amerikaanse bedrijven vanuit de lage lonenlanden) waardoor er 50.000 nieuwe banen zijn gecreëerd en natuurlijk de goedkope energie welke beschikbaar komt door schalie. Allemaal factoren die het vertrouwen van gezinnen en bedrijven doen toenemen. Wanneer echter de ontstane rentestijging doorwerkt in bijv. hogere hypotheekrentes, zou dit het herstel van de huizenmarkt ernstig kunnen frustreren en ook de kredietverstrekking aan bedrijven. En daarmee het economisch groeitempo negatief beïnvloeden.

Europa en de weer groeiende kloof

In ons vorige kwartaalbericht noemden we het “de last van de tweedeling”. Er leek zich echter een positieve wending aan te dienen tussen zwak en sterk, tussen kernland en periferie. Mede door de bereidheid van de Europese Centrale Bank (ECB) om ongelimiteerd staatsobligaties met een maximale looptijd van 3 jaar op te kopen van landen uit de eurozone die om financiële hulp vragen. Sinds de introductie van dit hulpprogramma OMT (“Outright Monetary Transactions”) in september 2012, zijn de rentes op staatsobligaties van de (vooral) zuidelijke “perifere” landen gedaald en waren beleggers duidelijker genegen deze obligaties te kopen. En zijn daardoor de renteversillen binnen de eurozone afgenomen. De ECB werd hierbij geholpen door ook het 3^e programma van monetaire verruiming in de VS (QE3), waardoor de grote stroom liquiditeiten ook kon gaan richting aantrekkelijk geprijsd Spaans en Italiaans staatspapier. Totdat ruim een maand geleden de paniek toesloeg door de uitlatingen van Bernanke (zie hiervoor) dat er wel eens vroegtijdig een einde kon komen aan het zeer

mogelijk daardoor hogere rentevoeten. Beleggers nemen daar voor de zekerheid een voorschot op en prijzen die hogere rente in. Vandaar de in eerste instantie dalende beurskoersen van zowel obligaties als aandelen. En dat bleef zeker niet beperkt tot de VS.

stimulerende beleid van de FED, QE3. Naast het verder oplopen hierdoor van de langjaars-rente werd door de beleggers ook weer meer de aandacht gevestigd op de mogelijke risico's van de zwakke landen. De belegger verlangt met andere woorden weer een hogere risico-opslag op zijn belegging in perifeer papier. De Spaanse en Italiaanse rente lopen weer op maar die van landen als Portugal en Griekenland spannen de kroon en komen weer op de oude niveaus terug waarop ze onhoudbaar bleken.

Ook de euforische stemming op de aandelenmarkten sloeg op 22 mei, de dag dat Bernanke zijn uitlatingen deed, om. Die aandelenkoersen waren vanaf februari behoorlijk kunnen oplopen. Enerzijds vanwege de voortgaande daling van de rente op obligaties, anderzijds (en dat klinkt tegenstrijdig) vanwege de verwachting dat door tegenvallende macro-economische cijfers, verdere stimuleringsmaatregelen door o.a. de ECB werden verwacht. Ondermeer de verlaging van de officiële rente met 0,25% naar 0,50%. Is dit nu de definitieve kentering en zal de rente verder stijgen in de eurozone?

Onze visie:

Sinds het historische dieptepunt van de rente op veilig staatspapier van begin mei en door de hiervoor beschreven situatie is die rente iets opgelopen. Wij geloven niet dat die rente veel meer zal gaan stijgen. Waarom denken we dat? De Europese schuldencrisis is nog lang niet voorbij. Tekenend hiervoor zijn de recente economische groeicijfers in Ierland die duiden op een recessie, de stakingsgolf in Portugal en de mogelijke kabinetscrisis in dat land door het opstappen van twee ministers, Griekenland lukt het maar niet aan de voorwaarden van de Trojka te voldoen en daardoor mogelijk verdere steun misloopt, Spanje blijft kampen met een torenhoge werkloosheid, en vooral jonge mensen die daardoor getroffen worden, Italië doet weliswaar nog steeds geen beroep op noodsteun vanuit Europa maar heeft na Griekenland wel de hoogste staatsschuld. De economische groeipotentie in Europa blijft vooral ook beperkt door de bezuinigingen van overheden, het terugdringen van schulden door de private en publieke sector, het weinig investeren door bedrijven en het minder besteden door gezinnen. De werkloosheid neemt nog steeds toe waardoor ook geen hogere lonen kunnen worden betaald en daarmee de koopkracht verbetert. De ECB zal haar opkoopprogramma van perifere obligaties voorlopig moeten voortzetten om daarmee kunstmatig de rente ook laag te houden. De vlucht in veilig staatspapier zal daardoor niet gaan afnemen. We veronderstellen wel dat de gegroeide kloof tussen de sterke en zwakke landen weer iets gaat afnemen.

Het rentebesluit van de ECB op 4 juli jl. (refi-rente blijft op 0,5% staan) bevestigt onze verwachting dat het "soepelgeldbeleid" nog lange tijd wordt voortgezet, vanwege de lage inflatie (in juni 1,6%), de economie kan wel een duw gebruiken (dit jaar blijft de eurozone gevangen in een recessie) en de kredietvoorwaarden geven reden tot dit verlengde soepel beleid.

Japan en de kentering

In het vorige kwartaalbericht besteedden wij al aandacht aan de nieuwe weg die Japan is ingeslagen onder regie van haar regeringsleider Abe en ook wel aangeduid met "Abenomics". Een beleid wat gericht is op het aanwakkeren van de economische activiteit via monetaire en fiscale stimulerings-maatregelen. Waar het land al twee decennia last heeft van deflatie kwam de kerninflatie voor het eerst op nul uit. En dat is opmerkelijk.



Onze visie:

Japan is met dit beleid duidelijk aan de beterende hand. Wat noodzakelijk zal zijn is dat het bedrijfsleven wat volledig op de interne markt is aangewezen zich aanpast en bereid is te investeren en te vernieuwen. Ook demografisch is het land kwetsbaar door de enorme vergrijzing! Hoe ver kun je gaan als land met opkoopprogramma's waarbij de munt steeds meer aan waarde inlevert? Het land is sterk afhankelijk van Amerika en China. In dit laatste land wordt juist op de rem getrapt.

Ook de OESO heeft Japan naast de VS en het Verenigd Koninkrijk aangeduid als lid de grootste combinatie van bezuinigingen en belastingverhogingen te moeten doorvoeren als ze tegen 2060 de staatsschuld verlaagd wil hebben

Ook blijkt uit het zogeheten Tankan-rapport van de Japanse centrale bank dat het optimisme weer overheerst sinds september 2011 in het Japanse bedrijfsleven. De Tankan-index ging er 12 punten op vooruit terwijl de markt op 9 had gerekend. De gezinnen blijken de consumptieve bestedingen flink te hebben opgevoerd en de zwakke yen heeft vooral de export een enorme boost gegeven. Ook de productie van de Japanse industrie ondergaat een stevige groei. Wat nu nog nodig is, is dat premier Abe ook de bitter noodzakelijke structurele hervormingen weet door te voeren, een beleid van belastinghervormingen en marktliberaliseringen.

naar 60% van het bruto binnenlands product. Het moge duidelijk zijn dat deze maatregelen erg schadelijk kunnen zijn voor de groei of de inkomensgelijkheid. Daarnaast speelt dat het land erg kwetsbaar is in zijn energievoorziening.

De aandelenmarkt is met een stijging van de Nikkei dit jaar met zo'n 35% toe aan maximaal een consolidatie maar wellicht een terugval. Het is te hard gegaan in onze optiek! Illustratief is deze correctie geweest op 13 juni 2013 toen het laagste punt werd bereikt (12.445) ten opzichte van het hoogste niveau op 22 mei 2013 (15.627), ofwel een duikeling in 3 weken met ruim 20%! Hoe nerveus kunnen markten reageren?

Opkomende Markten

De impact van de uitlatingen door Bernanke op 22 mei jl. was misschien voor de Opkomende Landen wel het grootst van allemaal. Waar deze landen in het verleden konden profiteren van de enorme geldstromen vanuit het Westen dreigen deze op te drogen. Beleggers konden in de eigen regio nauwelijks nog rendement maken op veilige beleggingen en in hun zoektocht naar meer rendement was men steeds meer bereid extra risico te nemen. Als daar dan maar een hoger rendement tegenover stond. Daardoor konden de aandelenkoersen in diverse landen in Azië en Latijns-Amerika behoorlijk oplopen en de rente op hun schuldpapier dalen. Door de terugtrekkende beweging van veel beleggers naar de eigen regio worden er rake klappen uitgedeeld en zie je navenant veel forsere correcties in deze landen.

China's rol van voortrekker lijkt voorlopig uitgespeeld. Vooral de groei van de Chinese economie blijft achter bij de verwachtingen. China kampt met overcapaciteit in een aantal sectoren en is te eenzijdig gericht op de exportmarkten. Juist door de oplopende loonkosten zit die export in het verdomhoekje. Daarnaast is de binnenlandse kredietverlening door de banken totaal uit de hand gelopen. De Chinese overheid tracht nu stevig op de rem te gaan staan door de regels voor de kredietverlening drastisch aan te scherpen. Met als gevolg dat de economie nog verder terugvalt. De economische activiteit zal meer moeten diversifiëren waarbij de binnenlandse consumptieve vraag een grotere rol moet gaan spelen. De mindere vraag door China naar grondstoffen ten gevolge van de economische groeivertraging, heeft uiteraard ook effect op de andere opkomende markten (landen die dus vooral leverancier zijn van die grondstoffen).

Onze visie:

We kunnen ons standpunt zoals geformuleerd in de vorige kwartaalbrief grotendeels herhalen. Maar we zijn zeker met betrekking tot China er niet gerust op dat het snel kan goed komen. We moeten rekening houden met een langer durende periode van groeivertraging als gevolg van het voortwoekeren van de bankencrisis in dat land die wel eens zou kunnen uitmonden in een kredietcrisis. Vooral zorgelijk zijn de zgn. "schaduwbankkredieten" die zijn gebruikt voor speculatieve investeringen in de oververhitte vastgoedmarkt. Veel van die kredieten moeten worden afgelost hetgeen de interbancaire rente tot ongekende hoogte deed oplopen. Tot zelfs een zevendaags tarief van 12%. Wanneer grijpt de Chinese Centrale Bank in en is zij bereid de kredietkraan weer open te draaien? Tot dat moment zijn we terughoudend! Feit is wel dat veel opkomende landen hun overheidsfinanciën steeds beter op orde hebben gekregen, vaak veel beter dan menig ontwikkeld land. Dat maakt het schuldpapier (waarover later meer) selectief toch wel aantrekkelijk.

Samenvatting en een voorzichtige conclusie

Het moge duidelijk zijn dat we door de geschetste ontwikkelingen in de voornaamste regio's nog niet onder de indruk zijn geraakt van de macro-economische groeicijfers. De inflatie lijkt geen issue van betekenis te zijn en zowel de korte- als lange rente kunnen op basis van de matige vooruitzichten relatief laag blijven en als ze bewegen zal dat in een nauwe bandbreedte zijn. In het hoofdstuk beleggingsbeleid zullen we trachten aan te geven hoe we daar concreet in onze beleggingskeuzes mee om denken te kunnen gaan. Vooralsnog geen schokkende zaken die tot grote aanpassingen leiden in onze verwachtingen maar we zijn wel wat voorzichtiger ten aanzien van Opkomende Markten. Europa zal in een recessie blijven en vanaf 2014 een gematigd groeipercentage kunnen laten zien. De VS zal haar leidende positie als grootste economie blijven innemen, gevolgd door China en Japan. China zal de onlangs verworven positie als grootste handelsnatie weer terug verliezen aan de VS, denken wij maar wel haar immense handelsbalansoverschot kunnen handhaven waar de VS haar grote handelstekorten niet of nauwelijks kan terugdringen.

2. Benchmarks

Wij geven onderstaand een uitgebreid overzicht van de relevante aandelenindices die ons inziens een representatief beeld verschaffen van de mondiale ontwikkelingen op de aandelenbeurzen. Vooral ook omdat we in onze portefeuilles vaak index gerelateerde producten opnemen, en in toenemende mate ook beleggingsfondsen, waarbij het kunnen volgen van zo'n index toch wel gewenst is. **Bron: BinckBank**

Categorie	Benchmark	31-dec-12	28-jun-13	Performance YTD	
Aandelen	MSCI World	1.338,50	1.433,55	+ 7,10%	
	AEX (Ned)	342,71	344,59	+ 0,55%	
	DAX (Dui)	7.612,39	7.959,22	+ 4,56%	
	CAC40 (Fra)	3.641,07	3.738,91	+ 2,69%	
	Euro Stoxx 50 (Eur)	2.635,93	2.602,59	- 1,26%	
	Dow Jones Ind (VS)	13.104,10	14.909,60	+ 13,78%	
	S&P 500 (VS)	1.426,19	1.606,28	+ 12,63%	
	Nasdaq (VS)	3.019,51	3.403,25	+ 12,71%	
	Nikkei 225 (Jap)	10.395,18	13.677,32	+ 31,57%	
	Hang Seng (Hong K)	22.656,90	20.803,29	- 8,18%	
	MSCI Emerging (Opk. L.)	1.055,20	940,33	- 10,89%	
	Vastgoed	EPRA (Europa)	1.493,15	1.460,69	- 2,17%
	Obligaties	Ned 3,25% 2011-2021	113,64	111,25	- 2,10%
Volatiliteit	VIX S&P 500	13,36	16,86	+ 26,20%	
Liquiditeiten	Eonia (daggeldrente)	0,131	0,09	- 0,38%	

Nota Bene: wij verplichten ons niet om een beleggingsresultaat te behalen dat groter of gelijk is aan de vermelde maatstaven. Aangezien de portefeuilles van onze cliënten voor een groot deel zijn ingevuld met gestructureerde beleggingsproducten is het lastig om een of meerdere van de genoemde benchmarks 1:1 te vergelijken met uw portefeuille. Gestructureerde beleggingsproducten hebben, zoals al eerder aangegeven, een afwijkende vorm van koersvorming. Vaak kan pas op de vervaldag van het product aangegeven worden wat het rendement is geweest van het betreffende product gedurende de looptijd.

Wat valt op?

We hebben in bovenstaand overzicht slechts twee peildata opgenomen: de start van het jaar en de laatste beursdag van het eerste halfjaar. Zouden we dat uitbreiden met het opnemen van de tussenstanden (bijv. die van 31 mei) dan zou de gemiddelde lezer niet kunnen geloven dat de verschillen nog veel groter zijn dan uit bovenstaande tabel naar voren komt!

De meeste aandelenkoersen bereikten in mei hun hoogste niveau. De opgelopen averij (dus alleen al vanaf dat punt in mei) was schokkend te noemen. Alle beurzen hebben in juni verliezen laten zien. Die varieerden van maand tot maand (niet in overzicht opgenomen) van - 0,71% voor de Nikkei tot ruim 7% voor de Aziatische en Opkomende Markten. En als middenmoot gemiddeld - 6% voor Europa. En dat hadden we voornamelijk te danken aan meneer Bernanke die zinspeelde op het beginnen met het afbouwen van het zeer stimulerende beleid van de FED. Het blijft een opmerkelijk gegeven dat de Amerikaanse markten ondanks dat de aankondiging vanuit Amerika kwam, zo goed zijn blijven liggen en de schade vooral werd toegebracht aan de Europese beurzen en de

Opkomende markten. We herhalen dat bijv de S&P500 juist in mei zijn hoogste stand ooit wist te bereiken (21 mei 2013: 1.669,16) waar de AEX index nog maar steeds op de helft van het absolute record staat in 2000.

Ook dit jaar presteert de AEX index weer erg matig met +0,55% en is de winst van 30 punten op 22 mei sinds de start (+8,7%) volledig verdampt! Hiermede behoren we tot de achterhoede van de ontwikkelde markten. Op moment van schrijven is er weliswaar een "opluchtingsrally" gaande door de toelichting welke Draghi gaf op het jongste rentebesluit van de ECB, maar blijft onzekerheid troef. Kijken we naar de obligaties (in het overzicht hebben we niet de relevante indices opgenomen maar alleen een Ned. Staatslening) dan zijn er dit eerste halfjaar 2013 alleen maar verliezen op te tekenen, waarbij de grootste koersdalingen zijn te noteren in het schuld papier van de opkomende landen. Hetgeen er op duidt dat we het laagste renteniveau achter ons hebben gelaten. Ten slotte de volatiliteitsindex, VIX S&P500 als angstbarometer: het beeld is wat onrustiger geworden maar het nivo duidt nog steeds niet op "paniek in de markt".

3. Kredietwaardigheid

We frissen nog even het geheugen op wat in dat verband CDS-spreads ons nu feitelijk zeggen. Wat de kredietwaardigheid betreft is het kijken naar de marktperceptie van het kredietrisico in de vorm van CDS-spreads voor ons een bruikbaar instrument dan alleen te kijken naar de rating of de uitslag van de stresstest. De cds-markt wordt gezien als een goede indicator, omdat deze instrumenten sneller bewegen. De marktpartijen die zowel koper als verkoper zijn, zijn namelijk banken en hedgefondsen in plaats van pensioenfondsen, die gewoonlijk beleggingen langere tijd vasthouden. Zoals u intussen van ons gewend bent tonen wij met enige regelmaat de jongste CDS-spreads. Zeg maar de verzekeringspremie op het niet terugbetalen van een aan een bank of land verstrekte lening. Niet alleen wanbetaling dus door de banken, maar ook door de landen. Ook in dit kwartaalbericht geven wij de meest actuele CDS-niveaus:

Banken Issuer	09-jan-13 5Y CDS spread in basispoints	16-apr-13 5Y CDS spread in basispoints	08-jul-13 5Y CDS spread in basispoints	S&P longterm credit rating
Rabobank	62,19	113,68	102,95	AA-
JPMorgan Chase	87,05	91,43	101,50	A
UBS	85,66	108,73	110,06	A
Barclays Bank plc	119,44	151,32	162,89	A+
Deutsche Bank	87,35	118,67	117,53	A+
ING Bank	95,30	171,77	146,57	A+
Citigroup	116,66	111,64	128,94	A-
BNP Paribas	124,45	157,97	155,25	A+
Natixis	176,41	191,63	201,24	A
Société Generale	164,83	193,25	191,61	A
Commerzbank	133,04	178,31	173,01	A
Van Lanschot	Niet beschikbaar	Niet beschikbaar	Niet beschikbaar	A-
RoyalBank of Scotland	141,64	181,37	240,46	A-

Bron : BNP Paribas

Landen	09-jan-13 5Y CDS spread in basispoints	16-apr-13 5Y CDS spread in basispoints	08-jul-13 5Y CDS spread in basispoints
Griekenland	4431,50	3890,20	1023,52
Ierland	193,775	177,00	165,00
Spanje	260,495	265,43	282,00
Italië	240,00	271,79	281,005
Portugal	386,56	415,00	480,82
USA	41,605	32,50	27,67
Duitsland	42,695	34,16	32,83
Frankrijk	85,685	76,00	80,83
Nederland	47,585	57,72	58,50

Bron: CNBC

Conclusies:

Het plaatje van de CDS-spreads bij de banken is ten opzichte van de laatste peildatum in april niet verslechterd, waar we wel een beetje bang voor waren. Vooral nadat duidelijk werd dat de twee stresstesten die eerder waren afgenomen blijkbaar als niet streng genoeg worden beoordeeld. Sowieso mogen we de risicofactor voor spaarders en obligatiehouders die hun centjes aan die banken hebben toevertrouwd, niet onderschatten wanneer in de toekomst zij moeten meebetalen aan de ondergang van een bank. We vrezen met vreeze wanneer de Europese banken volgend jaar onderworpen worden aan de "asset quality review" door de nieuwe toezichthouder ECB (de moeder van alle stresstesten) in combinatie met een vuurproef door de Europese Banken Autoriteit (EBA). Alles bedoeld om de

geloofwaardigheid van het bankwezen te herstellen. De eurolanden moeten de banken die niet voldoen aan die strenge eisen “knippen en scheren”.

We zien ook de oplopende CDS-spread bij Royal Bank of Scotland. We veronderstellen dat die is opgelopen vanwege de plannen dat de bank wordt opgesplitst in een goed deel wat wordt verkocht en het slechte deel wat in handen van de Britse overheid zal blijven. We zullen nader onderzoek plegen.

De CDS-spreads van de landen vertonen geen echt afwijkend beeld ten opzichte van de eerdere meetmomenten, alleen Portugal reflecteert de toegenomen onrust in dat land als gevolg van het opstappen van twee ministers. De politieke onzekerheid zou de komende uitgifte van leningen ernstig kunnen belemmeren, alsmede de geplande beëindiging van het door het IMF gesponsorde steunprogramma in 2014. De scherp gestegen rente in het land werd gelukkig enigszins getemperd door de toespraak van Draghi, waarbij hij ongekend helder het toekomstige beleid van de ECB toelichtte (m.a.w. het voortzetten voorlopig van het ruime monetaire beleid om de zwalkende Europese economieën te steunen).

Griekenland lijkt op de goede weg en op moment van schrijven zou er door de ministers van financiën van de eurozone goedkeuring worden gegeven aan de verstrekking van wederom 8,1 mrd euro aan noodleningen. De CDS-spread is dienovereenkomstig fors gedaald. Opmerkelijk blijft die daling wel als je goed kijkt naar de economie van het land en de vooruitzichten.

4. Beleggingsbeleid

Het wordt er niet eenvoudiger op nog goede rendementsbronnen te vinden, en daarbij toch het risico niet te laten oplopen. Wij hadden in eerdere kwartaalbrieven onze zoektocht hiernaar al als lastig getypeerd. Dat de opdracht die we ons oplegden in de praktijk nog extra wordt bemoeilijkt door de mogelijk optredende rentestijgingen wereldwijd hebben we in het hier voorgaande al besproken. Zeker omdat die rentestijging helemaal niet zo vanzelfsprekend is, is het formuleren van een eenduidig beleid omgeven door mitsen en maren. We hebben ook onderbouwd waarom we denken dat de rente niet fors hoeft op te lopen. Vooral in de wat defensievere portefeuilles waarin traditioneel veel rentedragende producten worden opgenomen is het nauwelijks nog te doen het rendement fiks op te krikken tot boven de spaarrente dan wel een redelijke kasstroom (in de vorm van couponnen) te realiseren. Dat probleem was er al langer maar konden we vaak compenseren met het opnemen van meer (hoogrentende) bedrijfsobligaties en/of achtergesteld papier. Nu de spreads hiervan ten opzichte van veilige staatsobligaties aan het “indikken” zijn (m.a.w. de rendementen op hoger risicopapier worden relatief te laag en begeven zich bijna op het niveau van staatspapier) moeten we ons gaan heroriënteren. En feitelijk hoort daar bij dat we moeten beoordelen of het risico van obligaties niet even groot en wellicht hoger is dan op aandelen. Mocht er een rentestijging zich onverhoeds voordoen (hetgeen wij nogmaals niet verwachten) zouden obligaties in de defensieve portefeuille wel eens een groot risico

kunnen opleveren. Zeker wanneer die obligaties nog een lange looptijd hebben. Vooral aandelen die nog aantrekkelijk zijn gewaardeerd (lees: niet te duur zijn in termen van koers/winstverhouding) beoordelen wij als een goed alternatief voor obligaties. We hebben daardoor relatief veel posities ingenomen in zgn. hoog dividend aandelen (meestal middels beleggingsfondsen). Daarnaast blijven we op zoek naar alternatieve beleggingen zoals hedge funds (mits zij voldoen aan onze criteria), vastgoedfondsen met onderliggend een kwalitatief goede onroerend goed portefeuille en een wereldwijde spreiding. Binnen het obligatiegedeelte kijken we ook naar het verloop van de rentecurve. We zien dat de curve iets aan het versteilen is (d.w.z. het verschil tussen de korte en lange rente neemt iets toe) en er zijn obligatiesoorten (zgn. “steepeners”) die daarvan kunnen profiteren. Ook “gedekte”obligaties (bijv. met onderliggend een mandje hypotheekleningen) en schuld papier van opkomende economieën worden thans nader bestudeerd. Want daarin zitten nog wel mogelijkheden.



We nemen hiermee bewust wat meer afstand van de traditionele risico-rendementsprofielen. Dat betekent per se niet dat we voor eens en voor altijd het risico op aandelen als “laag” kwalificeren en dat op obligaties als “hoog”. Dat heeft duidelijk te maken met de periode waarin we ons nu bevinden van extreem lage rentevoeten en met iets verbeterde economische groeivoorzichten. Vergeet niet dat we in de afgelopen periode van 25 jaar bijna voortdurend dalende rentes hebben gekend (daling van 12,5% naar nu ca. 0,5%), waardoor obligaties bijna voortdurend konden stijgen. Logisch toch dat de kans op een rentestijging vanaf dit dieptepunt groter wordt! Zeker waar centrale banken hun stimuleringsbeleid wellicht gaan afbouwen omdat de economie aantrekt.

We proberen met dit gegeven rekening te houden bij de invulling van portefeuilles. De tactiek is gebaseerd op

5. Ten slotte

Tot 22 mei 2013 hadden we weer een bevredigend resultaat in de meeste portefeuilles. Toen kwam er de klad in. We hebben u uitgelegd wat daarvan de voornaamste reden was. We zien nu ook dat de scherpe kantjes er intussen van af zijn gehaald en de belegger weer met meer vertrouwen naar de toekomst kijkt. Mede ingegeven door de bemoedigende woorden van de heer Draghi, bestuursvoorzitter van de ECB. We zijn ons bewust dat er nog vele hindernissen te overwinnen zijn en we willen herhalen dat het rendementsperspectief voor dit jaar bescheiden zal blijven. Maar wel positief! Wij wensen u en de Uwen een heel prettige vakantie voor zover nog niet genoten. En anders in ieder geval veel zon en ontspanning in een aangename ambiance.

Zijn er naar aanleiding van dit kwartaalbericht of anderszins nog vragen, stel ze gerust!



Op 12 juni jl. bracht het koningspaar een bezoek aan Roosendaal en passeerde ons kantoor.

Disclaimer:

Ondanks dat de informatie in dit kwartaalbericht is samengesteld met de grootst mogelijke zorgvuldigheid, kunnen er geen rechten aan ontleend worden. Veel van de opgenomen informatie draagt het karakter van een opinie van de samensteller.