

## Inhoud:

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

### 1. Terugblik en vooruitblik

Het eerste kwartaal 2013 leek in eerste instantie de in 2012 ingezette trend van stijgende beurskoersen gemakkelijk te kunnen voortzetten. Die trend werd zeker voor Europa verstoord door het onheilspellende nieuws wat Cyprus ons bracht. Een kwartaal dat door de redding van Cyprus een geheel eigen gezicht kreeg. Niet in de laatste plaats door de verrassende aanpak van onze eigen minister van Financiën Dijsselbloem die toch wel een heel aparte manier van steunverlening aan de dag legde. Het zou wel eens de toon kunnen gaan zetten voor de toekomst van Europa en hoe we menen crisissen te moeten bezweren. Wie had kunnen bedenken dat spaarders in plaats van rentebijdragen over hun spaartegoed, een deel of zelfs hun gehele saldo zouden zien afgenomen? We kunnen weer een nieuwe term aan het vocabulaire toevoegen: "Bail-in". We vinden deze ontwikkeling dermate belangwekkend dat we er in dit kwartaalbericht een aparte paragraaf aan wijden.

### Economie in vogelvlucht

#### Europa en de last van de tweedeling

Europa valt steeds meer uiteen in een zwak en een sterk deel: de zwakke perifere landen die zich meer in het zuiden van Europa bevinden en de vooral noordelijk gelegen sterke landen. Vooral Duitsland doet zich bij die laatste gelden als de drijvende kracht voor de gehele eurozone. Een land dat zich steeds beter weet te onttrekken aan de recessie en nauwelijks hoeft te bezuinigen. Sterker nog, na het begrotingstekort van 0,5% van het bruto binnenlands product (BBP) dit jaar, verwacht de Duitse regering voor 2014 en 2015 een begrotingsevenwicht en voor 2016 en 2017 zelfs een overschot van 0,5%. Bovendien zal de Duitse staatsschuld worden teruggedrongen van thans 80,5% van het BBP naar 69% in 2017. Maar hoe lang blijft een land als Duitsland bereid als melkkoe van Europa te

fungeren? En accepteren dat de andere hoofdrolspelers in Europa minder discipline aan de dag leggen om hun begrotingstekorten onder 3% van het BBP te brengen. Naast Frankrijk vraagt ook Nederland steeds meer om clementie, waar Nederland zich in het verleden toch opwierp als fel pleitbezorger voor die begrotingsdiscipline.

Angela Merkel ontmoet in eigen land steeds meer protest tegen de ongebreidelde steunpakketten en druk om de eurozone op te splitsen in een zwak en sterk deel.

De geringere bereidheid van Duitsland om bij te springen voor banken uit andere landen bleek ook door de recente uitlatingen van de Duitse minister van

financiën, Wolfgang Schäuble. Duitsland wil dat eerst alle kapitaalverschaffers worden aangesproken en dat daarna nationale staten zelf over de brug moeten komen voordat Europese oplossingen aan de orden kunnen zijn waar Duitse belastingbetalers bij zijn betrokken. Zij zet ook steeds meer de hakken in het zand bij de verdere inrichting van een Europese bankenunie, terwijl de ECB daar juist meer vaart achter wil zetten.

De in ons vorige kwartaalbericht geschetste aanwijzingen voor herstel zullen de Europese economie in de eerste jaarmiddeleeft 2013 nog niet uit de situatie van krimp kunnen halen. Natuurlijk waren de uitspraken van Mario Draghi, de president van de Europese Centrale Bank zeer belangrijk, dat hij bereid was onbeperkt staatsobligaties van de landen, die noodhulp wilden, op

### Onze visie:

Wij beschouwen het toenemende gekrakeel in Europa duiden op weinig eensgezindheid en daardoor niet als positief bijdragend voor het herstel van vertrouwen onder de gezinnen en de bedrijven. Deze sectoren zijn uiteindelijk de motor van een economie. Zij vormen vooral ook het maatschappelijk draagvlak voor de noodzakelijke hervormingen. In een land als Italië zie je dat hervormingen vertragingen oplopen door de politiek onstabiele omstandigheden die ontstonden na de jongste verkiezingen. Landen als Nederland en Frankrijk, die tot voor kort redelijk ongeschonden waren gebleven, krijgen last van toenemende werkloosheid terwijl er weinig geïnvesteerd wordt en hervormingen slechts langzaam worden doorgevoerd.

Ook het beleid van de ECB verliest aan overtuigingskracht. In zijn toelichting op het jongste rentebesluit (ongewijzigd laten van het belangrijkste rentetarief), gaf Draghi aan nog steeds flinke risico's te zien voor het herstel in de eurozone. Hij verwacht weliswaar nog steeds enig herstel in de tweede helft van het jaar, maar de risico's op tegenvallers zijn groter geworden. Naast een tegenvallende binnenlandse vraag waarschuwt hij dat het tekortschieten van structurele hervormingen het vertrouwen in de lidstaten kan schaden. De ECB zet ons inziens nog steeds te veel en eenzijdig in op het tegengaan van inflatie en veel te weinig op economisch groeiherstel. Wat dat betreft kan ze een voorbeeld nemen aan Japan en de VS die met hun reusachtige stimuleringsprogramma's werkelijk een boost aan de economie willen geven. En verwonderlijk is dat de inflatiedoelstelling van de ECB (op of iets onder 2%) geen issue meer hoeft te zijn en gewoonweg de ruimte biedt voor een renteverlaging...Zeker als je de rente afzet tegenover de nulrente in Japan en de VS.

te kopen. Dit bracht een eind aan de koersval van staatsobligaties van die zgn. perifere landen en daarmee werd de rente voor die landen verder getemperd.

Dat bovendien daarna toch een steunpakket voor Griekenland het haalde was alleen maar een bevestiging dat men serieus werk maakte van het bijeen houden van de eurozone en de redding van de euro! Wij hebben ook onze kritiek geuit dat de opgelegde voorwaarden van de steunverlening voor die landen schier onuitvoerbaar zijn: én het terugdringen van de begrotingstekorten én het afbouwen van de staatsschuld maken het lastig de economie weer een groei-impuls te geven. Die groei is uiteindelijk toch onontbeerlijk om structureel orde op zaken te stellen.

Wat daarnaast speelt is de kredietverstrekking, die nog steeds niet soepel verloopt. Vooral leningen aan het mkb, als dé ruggengraat van de economie, dienen met voorrang te worden gefaciliteerd. Maar de banken blijven liever hun liquiditeiten stallen bij de ECB dan dat ze die inzetten voor (goedkope) leningen. We zien ook wel enige lichtpuntjes. Ondermeer het toegenomen concurrentievermogen van de zwakke eurolanden ten opzichte van de sterke. Al zal het gewenst zijn die concurrentiekracht ook te laten zien tegenover de landen buiten de eurozone. En dat kan alleen als de euro minder sterk wordt en dat is mogelijk door een lagere rente.

Wij beoordelen de situatie in Europa als toegenomen precair met een werkloosheid op recordhoogte, afnemende vertrouwensindicatoren en neerwaartse druk op de industriële productie! En wij blijven wachten op meer daadkracht en eenduidigheid qua beleid. We zijn te afhankelijk van het buitenland voor ons herstel.

## Verenigde Staten, herstel zet door

Ondanks dat de Amerikaanse regering geen akkoord heeft weten te bereiken met de Senaat en het Huis van Afgevaardigden over nieuwe bezuinigingsmaatregelen, en hierdoor automatisch een aantal bezuinigingen in werking zijn getreden op 1 maart 2013, heeft de economie daar niet echt onder te lijden. Zo blijkt uit een aantal indicatoren. In eerste instantie werd door de FED berekend dat deze automatische bezuinigingen tot een vermindering van de economische groei zouden leiden in 2013 met 1,5%.

Uit de jongste arbeidsmarktcijfers concludeert de FOMC (het Federal Open Market Committee), het beleidsbepalende comité van de centrale bank, de FED, dat het herstel van de economie doorzet. Zij denkt zelfs dat een einde kan komen aan het ruime monetaire beleid, bekend onder "kwantitatieve verruiming", voor het einde van dit jaar.

Wat deze positieve grondhouding mede bepaalt zijn het herstel van de woningmarkt, het daardoor toegenomen consumentenvertrouwen, en daardoor betere detailhandelsverkoppen.

### Onze visie:

De VS (en wij herhalen dit standpunt) eisen hun rol van economische wereldmacht weer op! De voor de VS zo kenmerkende dynamiek en flexibiliteit van de arbeidsmarkt maken de economie toch meer recessiebestendig. We hebben wel onze argwaan wat betreft het werkloosheidspercentage. Omdat veel werklozen het vinden van een baan hebben opgegeven melden die zich niet meer aan. Dit zou het geregistreerde aantal dus wel flatteren.

## Japan en het deflatiespook

Japan is wel een verhaal apart. Japan heeft al zeer vele jaren getracht de economie in een groeifase te krijgen en tot op heden zonder resultaat. Wat men ook probeerde, de consument bleef op zijn centen zitten, en stelde zijn aankopen steeds maar weer uit, aangemoedigd door de alsmaar goedkoper wordende producten. De maatregelen die de regering nu onder aanvoering van premier Abe heeft genomen, lijken hun vruchten af te werpen. Zijn gedurfde economische beleid (bekend onder de naam "Abenomics") is er op gericht via zeer ruime monetaire maatregelen, een einde te maken aan de deflatie en een

### Onze visie:

De daling van de Yen kan wel eens verder doorschieten dan gewenst en een verkooprage teweeg brengen van alles wat in Yen noteert. De vlucht in andere valuta (waaronder de dollar) zou daardoor een enorme duikvlucht voor de Yen kunnen veroorzaken.

We zien intussen ook al dat het handelstekort van de VS aan het verminderen is. Mede door de toegenomen arbeidskosten in Azië is men concurrerder en beter in staat te exporteren. En, last but not least, de enorme hoeveelheden schaliegas-en olie zullen de VS in staat stellen zelfvoorzienend te zijn in hun energiebehoeften en daarmee het land in een gunstige concurrentiepositie brengen.



geldontwaarding te creëren van 2%. Daarnaast een aanvullend budget van Yen 13,2 triljoen (ofwel € 117 miljard) beschikbaar te stellen als groei-impuls.

De eerste reacties zijn goed: De Nikkei is in het eerste kwartaal met 19% gestegen hetgeen gunstig is voor het consumentenvertrouwen; en de Yen is flink in koers gedaald ten opzichte van de euro en dollar. Hetgeen goed is voor de export! Japan is immers altijd zeer gericht geweest op export van haar producten, hetgeen zich steeds vertaalde in enorme handelsbalansoverschotten.

## Opkomende Markten

We zagen in het vierde kwartaal 2012 nog wel mooie economische groeicijfers in China en de overige opkomende landen maar duidelijk “over de top”. De export gedreven economieën krijgen duidelijk last van afnemende vraag vanuit het buitenland alsmede van de goedkoper wordende producten vanuit Japan. China wordt geconfronteerd met velerlei problemen die maken dat de economie niet meer in evenwicht verkeert. Te veel spaargeld en investeringen in infrastructuur maar te weinig particuliere consumptie. Grote ongelijkheden in inkomen en welvaart. Grote verschillen tussen de stad en het platteland. Te weinig oog voor het leefmilieu door de ernstige vervuiling van lucht, water en bodem waardoor de volksgezondheid en de voedselveiligheid in het gedrang zijn gekomen. Ook de vergrijzing als gevolg van het éénkindbeleid vertaalt zich in een krimpende beroepsbevolking.

China is nog niet goed in staat haar export gedreven economie om te buigen naar een economie waar de

### Onze visie:

De favorietenrol van China (en de andere BRIC-landen) lijkt voornamelijk te zijn afgenomen en deze landen zullen de concurrentie moeten gedogen van andere opkomende economieën, zeg maar de zgn. Frontier Markets (landen die nog tot volle wasdom moeten komen zoals Maleisië, de Filippijnen, Indonesië, Chili, Colombia en Peru, Kazachstan, Azerbeidzjan en Polen). Wat per se niet wil zeggen dat de BRIC's zijn uitgespeeld! Wij hebben in januari gemotiveerd om posities (waar passend in cliëntportefeuilles) in de Frontier Markets op te nemen. We zijn nu iets terughoudender in de volwassen Emerging Markets, al blijft het economische groeitempo hoog in verhouding tot de ontwikkelde economieën.

### **Samenvatting en een voorzichtige conclusie**

In grote lijnen kunnen we nog steeds achter onze conclusies staan zoals weergegeven in het kwartaalschrijven van januari 2013. Met wel een kanttekening voor de eurozone:

Voor Europa zijn er nog vele hindernissen te nemen voordat sprake kan zijn van economisch groeiherstel. Te veel hangt af van herstel van vertrouwen en het creëren van draagvlak voor de vele noodzakelijk nog door te voeren hervormingen. De grote fouten die gemaakt zijn in het verleden waren vooral de te lage toetredingsdrempels voor de zwakkere landen en het te lang toestaan van begrotingsonevenwichtigheden. Ook de banken konden te lang hun gang gaan met het op de balans nemen van zeer riskante leningen. Het nu in ijlt tempo terugdringen van die onevenwichtigheden en het opleggen van strikte maatregelen ter aflossing van schulden zullen niet kunnen worden ingelost. Ook het verder saneren van het bankwezen vergt een forse

interne markt van belang is. Dit maakt opkomende landen die veel grondstoffen leveren aan de Chinese exportindustrie enorm kwetsbaar. China is immers goed voor 40% van de wereldwijde vraag naar grondstoffen. Ook de goudprijs lijkt in een vrije val te zijn beland. Als de Chinese motor hapert zal dat sowieso de wereldeconomie gaan treffen.



krachtmeting binnen de politiek. Men zal deze landen meer tijd moeten geven anders wordt het een ramp.

Voor de VS, Japan en de Opkomende landen achten wij een scenario van (gematigde) economische groei haalbaar. De beurzen zijn hier al wel grotendeels op vooruit gelopen maar we zien nog steeds mogelijke rendementsbronnen. We komen hierop terug in ons te voeren beleggingsbeleid.

In zijn zojuist naar buiten gebrachte nieuwe World Economic Outlook bevestigt het Internationaal Monetair Fonds (IMF) in grote lijnen onze geschetste verwachtingen. Wij onderstrepen een van de slotconclusies van het IMF dat, ondanks de wat grimmige outlook voor de wereldeconomie, het verwacht dat de groei in de tweede helft van dit jaar wat accelereert. Indien de crisis in Europa niet verslechtert, de Amerikaanse economie goed herstelt

en de groei in China robuust blijft, dan zou de wereldeconomie volgend jaar met zo'n 4% kunnen aandikken.

## 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.

Categorie	Benchmark	31-dec-12	28-mrt-13	Performance Q1
<b>Aandelen</b>	MSCI World	1.338,50	1.434,51	+ 7,17%
	AEX (Ned)	342,71	348,10	+ 1,57%
	DAX (Dui)	7.612,39	7.795,31	+ 2,40%
	CAC40 (Fra)	3.641,07	3.731,42	+ 2,48%
	Euro Stoxx 50 (Eur)	2.635,93	2.624,02	- 0,45%
	Dow Jones Ind (VS)	13.104,10	14.578,50	+ 11,25%
	S&P 500 (VS)	1.426,19	1.569,19	+ 10,03%
	Nasdaq (VS)	3.019,51	3.267,52	+ 8,21%
	Nikkei 225 (Jap)	10.395,18	12.397,91	+ 19,27%
	Hang Seng (Hong K)	22.656,90	22.299,60	- 1,58%
	MSCI Emerging (Opk. L.)	1.055,20	1.034,90	- 1,92%
	<b>Vastgoed</b>	EPRA (Europa)	1.493,15	1.486,14
<b>Obligaties</b>	Ned 3,25% 2011-2021	113,64	114,35	+ 0,62%
<b>Volatiliteit</b>	VIX S&P 500	13,36	12,70	- 4,94%
<b>Liquiditeiten</b>	Eonia (daggeldrente)	0,131	0,08	- 0,39%

Bron: BinckBank

**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?

Als we de MSCI World met enige fantasie als de benchmark der benchmarks durven beschouwen, zeg maar de ultieme graadmeter van alle aandelenindices, dan hebben de aandelen het wereldwijd dit eerste kwartaal enorm goed gedaan met een stijging van ruim 7%. Maar dat is dan wel veroorzaakt door de Amerikaanse beurzen en Japan. Europa en de Opkomende Markten hebben het volledig laten afweten. Vooral de Nikkei heeft in de laatste maand van het kwartaal een enorme boost gekregen door de naar buiten gekomen stimuleringsmaatregelen van de Japanse centrale bank. Het is bijna niet voorstelbaar dat de Amerikaanse indices nieuwe records hebben weggezet en de Duitse DAX er dichtbij zit. Dat kunnen we van het Damrak nog steeds niet zeggen. Waar de

AEX er over 2012 nog op het laatste moment een eindspurt van maakte en de jaarwinst op bijna 10% belandde, zit dat er dit jaar absoluut niet in. Vooral veroorzaakt door de grote verliezers KPN, TNT Express, PostNL en Imtech. Dat we dit eerste kwartaal nog op een mager plusje staan is bijna volledig door de koerssprong op de laatste handelsdag van DE Master Blenders (door het overnamebod). Aan de rally van de obligatiekoersen lijkt voorlopig een eind te zijn gekomen, vooral als je de verschillende brede obligatieindices hiervoor beziet (niet opgenomen in de tabel). Ook wel logisch natuurlijk, de obligatiekoersen waren al dermate hoog opgelopen dat er nauwelijks nog rendement te behalen was door de beleggers. De vraag is of deze omstandigheid de "Grote Rotatie" van



obligaties naar aandelen op gang zal brengen. We zien er wel de eerste tekenen van. Ook de institutionele beleggers zoeken het rendement vooral in aandelen en alternatieve investeringen en verlagen daarmee de weging in vastrentend.

Kijken we ten slotte ook nog even naar de volatiliteitsindex VIX als de meest toonaangevende angstbarometer, dan bevinden we ons met een stand van 12,70 nog maar net boven het laagste niveau van

11,30 op 14 maart 2013; op moment van schrijven zitten we op een niveau van 17,27 en dat is natuurlijk procentueel een zeer forse stijging. Maar ten opzichte van de oude pieken van boven 45 kunnen we niet echt spreken van "paniek". Deze situatie geeft ons nog niet het beeld van een definitieve kentering! Het aantal verhandelde callopties tegenover het aantal putopties, geeft wel het beeld dat beleggers meer rekenen op een stijging van de VIX index en dus verwachten dat de onderliggende S&P 500 aandelen zullen dalen.

### 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	S&P longterm credit rating
Rabobank	62,19	113,68	AA-
JPMorgan Chase	87,05	91,43	A
UBS	85,66	108,73	A
Barclays Bank plc	119,44	151,32	A+
Deutsche Bank	87,35	118,67	A+
ING Bank	95,30	171,77	A+
Citigroup	116,66	111,64	A-
BNP Paribas	124,45	157,97	A+
Natixis	176,41	191,63	A
Société Generale	164,83	193,25	A
Commerzbank	133,04	178,31	A
Van Lanschot	Niet beschikbaar	Niet beschikbaar	BBB+
RoyalBank of Scotland	141,64	181,37	A-

Bron : BNP Paribas

Landen	09-jan-13 5Y CDS spread in basispoints	16-apr-13 5Y CDS spread in basispoints
Griekenland	4431,50	3890,20
Ierland	193,775	177,00
Spanje	260,495	265,43
Italië	240,00	271,79
Portugal	386,56	415,00
USA	41,605	32,50
Duitsland	42,695	34,16
Frankrijk	85,685	76,00
Nederland	47,585	57,72

Bron: CNBC

## Conclusies:

De CDS-spreads van de landen zijn goed blijven liggen en geven geen aanleiding daar erg onrustig van te worden. Dit in tegenstelling tot die op de banken. Vooral de Europese banken lijken getroffen door het gebeuren rond de redding van Cyprus en specifiek de condities waaronder de twee banken op Cyprus worden geherstructureerd. Het komt er feitelijk op neer dat ook spaarders en de houders van senior obligaties naast de aandeelhouders een bijdrage moeten leveren aan de herkapitalisatie van die banken. Als dit de blauwdruk in Europa wordt bij de redding van andere eurolanden en haar bankwezen, zal de belegger in bankobligaties daar een groter risico aan toedichten en dienovereenkomstig er als compensatie een forse risico-opslag (lees: hogere rente) voor verlangen. Ook de spaarder zal zich wel eerst bedenken voordat hij zijn spaarcenten bij een bank wegzet. Dat hij als spaarder moet meebetalen aan het terugdringen van de staatsschuld zou een unieke situatie opleveren. Dat men vanuit de politiek ontkent dat dit gemeengoed kan worden en Cyprus een geval apart is, wordt serieus gewantrouwd.

## 4. Beleggingsbeleid

In het 4<sup>e</sup> kwartaalbericht 2012 met publicatiedatum 15 januari 2013, gaven wij al aan in onze zoektocht naar rendement ons meer te zullen concentreren op aandelen dan op vastrentende waarden. Dat beleid zetten we voort. Ook de keuze voor beleggingsfondsen hebben we nader toegelicht, zeker wanneer die beleggingsfondsen “moeilijke markten” en/of specifieke assets toegankelijker maken en een excellente trackrecord koppelen aan een gematigd risico. Dat daarin de hand van een goed en langdurig opererend beheerteam steekt is een belangrijke randvoorwaarde. Naast het raadplegen van eigen researchbronnen maken we ook graag gebruik van de selectietools van Morningstar (\*) alsmede het fondsenpalet van een aantal grote partijen, waaronder ABN AMRO en ING.

Zoals eerder aangegeven vinden we de rente op obligaties, zowel staatsleningen als bedrijfsobligaties, veel te laag. Zeker in het lange looptijdsegment loop je enorme risico's mocht de rente gaan draaien. We kiezen dan liever voor dividendaandelen en zeker als die ook nog onder tot redelijk gewaardeerd zijn (met andere woorden niet te duur in termen van koers-winstverhouding en pay-out ratio). De keuze dat via beleggingsfondsen te doen verdient wel onze voorkeur.



Wat onze aversie tegen obligaties, en dan met name de bankobligaties, natuurlijk heeft doen toenemen, is hetgeen zich nu aftekent in Cyprus. We hebben in menig cliëntportefeuille mede door het opnemen van gestructureerde producten, relatief al veel blootstelling aan de banken. Het zijn namelijk bijna altijd banken die gestructureerde producten bouwen en ook uitgeven. Met andere woorden, er is naast een productrisico (namelijk dat het onderliggend actief niet datgene doet wat het om rendement te maken, zou moeten doen, feitelijk dus het marktrisico) ook een debiteurenrisico. Natuurlijk is dat laatste risico er altijd al wel geweest, maar moeten we wellicht door het Cyprus-verhaal (en impliciet de toegenomen achterdocht bij beleggers richting banken), dit risico nu toch in een wat ander daglicht plaatsen. We hebben altijd al bij de selectie van instellingen ingezoomd op kredietwaardigheid. En nog steeds voelen wij ons gerust bij de partijen van wie wij producten afnemen die tegelijk ook debiteur zijn.

Er zijn een paar cliënten geweest die ons hierover vragen stelden. Ons antwoord is simpel: bij twijfel nemen we afscheid en we blijven vasthouden aan de normering “minimaal Investment Grade” en een aanvaardbare CDS-opslag. En last but not least, de instelling dient ruimschoots te voldoen aan de Basel III norm. We hebben bovendien een nieuwe weg ingeslagen en dat is in een aantal portefeuilles al zichtbaar. We nemen producten op die een zgn. COSI structuur hebben.

Deze certificaten hebben een onderpand, waarmee de huidige waarde van het gestructureerde product gedekt wordt. Op die manier wordt het kredietrisico op de uitgevende instelling zoveel mogelijk geminimaliseerd. Voor elk uitgegeven COSI-product wordt onderpand met de vereiste waarde geboekt op een rekening die

SIX Swiss Exchange aanhoudt bij SIX Securities Services. Het onderpand dient verplicht te worden aangehouden gedurende de gehele looptijd van het certificaat. De verpanding van een certificaat heeft enkel betrekking op het afdekken van het risico dat de uitgevende

instelling niet kan voldoen aan haar financiële verplichtingen. Specifieke marktrisico's die ontstaan door prijsfluctuaties van de gestructureerde producten en van het onderpand worden volledig gedragen door de belegger.

(\*)Bij de fonds-keuzes maken wij ondermeer gebruik van Morningstar, een instituut met grote faam op het gebied van fondsselectie en research. Een van de objectieve criteria voor onze vóór-selectie hierbij is de Morningstar Rating, ofwel sterrenrating: het is een zuiver wiskundige maat die aantoont hoe de rendementen uit het verleden van een fonds de aandeelhouders hebben vergoed voor het risico dat het fonds daarvoor nam. Voor de beste prestaties op dat vlak ontvangt het fonds de hoogst mogelijke rating van vijf sterren. Nogmaals het is een hulpmiddel voor onze eerste screening. Daarnaast, en dat is misschien nog veel belangrijker, is de blik naar de toekomst gericht. Morningstar hanteert hiervoor de zgn. Analyst Rating, die gebaseerd is op de overtuiging van de analist, dat het fonds het vermogen heeft om, voor risico gecorrigeerd, op lange termijn beter te presteren dan fondsen in dezelfde categorie en/of de relevante benchmark (zeg maar de referentiegroep). Als een fonds de rating Gold, Silver of Bronze ontvangt, betekent dit dat de analisten van Morningstar zeer positief zijn over het fonds en de verwachting hebben dat het over ten minste 5 jaar bovengemiddeld zal presteren. En last but not least, de uiteindelijke keuze van fondsen moet passen bij het risicoprofiel van de cliënt.

Een bijzondere categorie is de eeuwigdurende, achtergestelde obligatie, de Perpetual. De meesten zijn uitgegeven door financiële instellingen, zoals banken en verzekeraars. Ook hier zetten wij ons beleid van afbouwen voort, zoals in eerdere kwartaalbrieven aangekondigd. Ook voor de instellingen zelf verliest het instrument voor de funding steeds meer zijn aantrekkingskracht. We verwachten dan ook dat steeds meer instellingen van hun recht gebruik maken om

vervroegd af te lossen dan wel de stukken terug uit de markt willen halen via een zgn. tenderoffer. We hebben al wel geconstateerd dat de huidige blootstelling in onze cliëntportefeuilles gemiddeld genomen al is teruggebracht. Er zijn nog een paar cliënten die nog substantiële belangen aanhouden en daar ook bewust voor hebben gekozen. Waar alsnog actie vereist is zullen wij de cliënt een arbitrage voorstellen.

## 5. Ten slotte

Wij spraken in ons laatste kwartaalbericht over de opdracht die we ons voor 2013 hebben opgelegd: zoek rendement! Wetende dat die opdracht niet eenvoudig zal zijn. We spraken ook onze tevredenheid uit over het jaar 2012 waarin we naast een fraai resultaat ook het risicogehalte van de portefeuilles hebben kunnen terugbrengen. En dat laatste stemt ons ook een stuk geruster met het oog op de toekomst. Het lopende jaar heeft nog heel veel valkuilen maar zou ook zo maar het pad kunnen effenen voor een mooi vervolg. Laten we 2013 maar beschouwen als een overgangsjaar. Het zal zeker niet het rendement kunnen opleveren van 2012 maar we tekenen wel voor de opdracht!

### Nog een huishoudelijke mededeling:

de eerder aangekondigde actie in het kader van de aanpassing van onze vermogensbeheer- en vermogensadviesovereenkomsten aan de nieuwe wet- en regelgeving, is afgerond. Wij verwachten deze gefaseerd aan u toe te sturen met het verzoek deze getekend voor akkoord aan ons te retourneren. Dat is een monsterproject, zeker wanneer aan de bestaande met u gesloten overeenkomst een achterhaald vragenformulier "bepaling beleggingsprofiel" ten grondslag ligt. In dat geval zal het nodig zijn dat een van onze medewerkers een afspraak met u maakt om een en ander in een persoonlijk gesprek te regelen.

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



### 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.