

Inhoud :

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



1. Terugblik en vooruitblik

Wat of wie kan de opmars van de beurzen nog afremmen? We blijven er ons over verbazen. Ook het afgelopen kwartaal hebben verschillende beurzen nieuwe records kunnen neerzetten en werd “onwelkom” nieuws genegeerd of als non-event naar de achtergrond verdreven. Het zal ongetwijfeld te maken hebben met de overtollige liquiditeiten en de zoektocht van de belegger naar rendement. En aangezien er buiten de risicovollere beleggingscategorieën zoals aandelen geen echte alternatieven zijn (bijvoorbeeld in obligaties of spaarproducten), is dat waarschijnlijk de voornaamste reden. Wanneer zou blijken dat er geen economische rechtvaardiging is te vinden voor die bijna voortdurende stijging van aandelen, levert dat toch een uiterst precaire situatie op. We zullen trachten daar de vinger op te leggen, zeker wanneer aandelen daarmee overgewaardeerd dreigen te worden. Het is immers de basis van onze beleggingskeuzes om iets te kopen wat niet te duur is in termen van over-en onderwaardering! En blijft de vraag of en wanneer de rente zal stijgen, want we zitten met zijn allen wel op een ongekend grote schuldenberg...

Economie in vogelvlucht

Verenigde Staten, economie herpakt zich

In onze vorige kwartaalbrief zagen we al een zeker herstel optreden nadat in het eerste kwartaal de Amerikaanse economie een forse krimp had laten zien als gevolg van de strenge winter. De aanvankelijk gepubliceerde cijfers welke nog een kleine groei suggereerden van 0,1% werden in mei al herzien in een negatieve groei van 1%. Bij de definitieve cijfers in juni is dat cijfer nog eens neerwaarts bijgesteld naar min 2,9%. We zien nu het beeld ontstaan dat er verre sprake is van een recessie. De jongste cijferpublicaties wijzen op een krachtig economisch groeiherstel. De zgn. PMI

van de verwerkende industrie (zeg maar de inkoopmanagerindex) was weer gestegen van 56,4 in mei naar 57,5 in juni (waarbij de subindex voor nieuwe orders zelfs het hoogste niveau bereikte sinds mei 2010). Ook het banencijfer van juni (288.000 nieuwe banen hetgeen de 215.000 volgens de verwachtingen ruimschoots overtrof) lijkt die groei te bevestigen. Hiermee is juni al de vijfde maand op rij dat er meer dan 200.000 nieuwe banen zijn bijgekomen. Het zal zeker ook een positieve wending gaan geven aan de Amerikaanse werkloosheid. Op moment van schrijven

nog juist bekend geworden en thans 6,1% van de beroepsbevolking. De werkloosheid is daarmee op haar laagste peil sinds september 2008 beland, de start van de financiële crisis. Dit neemt niet weg dat de participatiegraad nog steeds dalend is. M.a.w. veel werkzoekenden haken af en laten zich als zodanig niet meer registreren. Deze zorgelijke situatie geeft voor het werkloosheidspercentage dus toch wel enige vertekening!



Onze visie:

Het zal sterk afhankelijk zijn van de inflatieontwikkeling en de werkloosheidscijfers in de VS of de FED snel zal overgaan tot het nemen van rentestappen. Bij haar aantreden als nieuwe voorzitter sprak Janet Yellen zich in eerste instantie uit voor een snelle renteverhoging maar later kwam ze daar op terug. Vooral de schrikreactie op de financiële markten had ze daarbij onderschat. Wij denken dat de inflatiedoelstelling van de FED van 2% eerst in de loop van 2016 wordt gehaald. Bovendien is zij nog volop bezig met het verder afbouwen van het stimuleringsprogramma (thans met nog eens 10 mrd dollar per maand tot 35 mrd) waarbij tegelijk ook een renteverhoging te veel van het goede zal zijn. Bij het rentebesluit van 19 juni werd nog eens bevestigd dat de rente voorlopig tussen 0 en 0,25% blijft. Een gevaar is wel dat de enorme liquiditeitsmassa nog meer richting risicovollere beleggingen wordt gestuwd met een toenemende kans voor zgn. asset price bubbles. Zeg maar het ontstaan van lucht in de aandelenkoersen waarbij dan zeker gevaar is van overwaardering. Ook feitelijk een vorm van inflatie. En zelfs een van het gevaarlijke soort...

Wanneer de werkloosheid sneller daalt als gevolg van verdere economische groei en steeds minder deelname aan de arbeidsmarkt, zou er daarnaast ook looninflatie kunnen optreden. Dat betekent wel een fors hogere inflatiedruk als geheel met daardoor substantiële en eerdere rentestappen. De FED zal behoedzaam blijven om daarmee geen schrik-effecten te veroorzaken. Het blijft een merkwaardig gebeuren dat daarmee of juist desondanks de volatiliteit in de markt zeer laag blijft en eventuele rentebesluiten zelfs voorspelbaar worden. Toch zal de VS als een van de eersten de rente moeten gaan verhogen. Dat maakt ons terughoudend voor Amerikaanse obligaties en aandelen. Zie ook onder paragraaf "Beleggingsbeleid". Een te traag reageren door de FED heeft zelfs grote gevaren in zich voor het gehele financiële bestel.

Europa, kan de rente nog lager?

Op moment van schrijven is de rente in de eurozone naar een laagterecord gedaald. We waren er al een beetje bang voor in ons eerste kwartaalbericht en hielden zelfs rekening met een negatieve rente. De deflatie als schrikbeeld in Europa, gekoppeld aan een nog steeds broze economie, heeft de ECB doen besluiten begin juni, naast het aankondigen van renteverlagingen, ook minder gebruikelijke maatregelen te treffen om de kredietverlening op te

Het consumentenvertrouwen (voor de Amerikaanse economie een zeer belangrijke indicator want mede bepalend voor de consumentenbestedingen) was toegenomen van 82,2 in mei naar 85,2 in juni. Daarmee werd de hoogste stand sinds januari 2008 bereikt.

Ook de huizenmarkt lijkt de opgaande trend te pakken te krijgen, zowel zichtbaar in het aantal verkochte nieuwe woningen alsmede bestaande woningen.

Deze ontwikkelingen zullen bij voortduring zeker het beleid van afnemende monetaire stimulering door de Amerikaanse centrale bank, de FED, blijvend maken en zelfs eerder kunnen aanleiding geven op de rem te gaan staan. Feitelijk het zetten van een eerste stap om de beleidsrente te verhogen.

peppen. De zgn. Refirente (herfinancieringsrente) wordt verlaagd van 0,25% tot 0,15% en de depositorente wordt zelfs negatief. Dat betekent dat banken hun overtollige middelen niet meer rentedragend kunnen wegzetten bij de ECB maar daar zelfs een strafrente over moeten betalen van 0,1%. Daarnaast zijn er een aantal herfinancieringsoperaties (zgn. TLTRO's) aangekondigd door de ECB welke beogen dat banken de kredietverlening aan vooral het midden-

en kleinbedrijf in de perifere landen van de eurozone zullen opvoeren. Of daarmee ook nog verdere stappen te verwachten zijn zoals de FED dat in de VS deed met het opkopen van obligaties (“kwantitatieve verruiming”) is thans nog niet duidelijk en zeker niet

Onze visie:

Wij denken dat de aangekondigde beleidsmaatregelen door de ECB effect gaan sorteren. Dat betekent geen deflatie en een verder gematigd economisch groeiherstel. De aan te houden kapitaalbuffers bij de banken zullen helaas een rem blijven uitoefenen op de bereidheid de kredietkraan verder open te draaien. Wij zijn dus niet bang dat de beleidsrente de komende jaren zal worden verhoogd en het matige inflatietempo (nog maar 0,5%) zal ook geen opwaartse druk op de obligatierente uitoefenen.

Ook de in het vorige bericht gesignaleerde rente-convergentie (het verdwijnen van grote renteverschillen) tussen de sterke en perifere landen in Europa zal daarmee nog iets kunnen doorzetten. We mogen ook niet vergeten dat nog heel veel productie-capaciteit onbenut is gebleven, de zgn. “output gap”. Dus ook vanuit de lonen is er nauwelijks opwaartse prijsdruk te verwachten. Je vraagt je alleen af hoe lang spaarders en beleggers nog genoeg blijven nemen met zo’n lage rente. De rente op bijv. een 10 jarige Duitse Bund bedraagt nog 1,25%! Hier ergens zal toch wel de bodem liggen veronderstellen we.

We twijfelen of alle beleidsmaatregelen ten spijt deze de Europese werkloosheid drastisch kunnen verminderen. We vrezen dat deze structureel op een te hoog peil blijft. Toch zien wij ook kansen! Immers een lagere euro door lagere renten biedt kansen vooral voor bedrijven die op de export gericht zijn. Het zou ook verdwenen productie naar de lage lonenlanden (vooral opkomende landen) weer kunnen terugbrengen naar Europa, zoals je dat ook al kunt zien in de VS.

Japan, het medicijn “Abenomics”, blijkt wel te werken

Waar we in het verleden steeds bij beoordeling van de Japanse economie moesten vaststellen dat het deflatiespook te hardnekkig was om te kunnen worden overwonnen, kunnen we nu eindelijk de vaststelling doen dat er inflatie is. En dat mogen we op het conto schrijven van Shinzo Abe die met zijn pakket aan draconische maatregelen toch heeft kunnen bewerkstelligen dat er eindelijk groei kwam. Vooral het terugdringen van deflatie had zijn prioriteit. Japan ging te lang, wel 15 jaar, gebukt onder het deflatiespook waardoor investeringen en consumptieve uitgaven steeds maar weer werden uitgesteld.

De Japanse economie is in het eerste kwartaal met 6,7% gegroeid en dat is harder dan gedacht (raming was 5,6%). Die hoge groei is wel grotendeels veroorzaakt doordat consumenten door de aangekondigde btw-verhoging in april hun aankopen naar voren hebben gehaald. Dat zal in het tweede kwartaal weer een tijdelijk forse terugval opleveren. De btw-verhoging heeft een prijsverhoging van consumentengoederen

voor de hand liggend. Het lijkt niet te passen bij de ECB policy, welke vooral een taak heeft voor handhaving van prijsstabiliteit en minder gericht is op economische groei.

met 3,4% veroorzaakt (de grootste prijsstijging in 32 jaar).



Uit andere cijfers blijkt bovendien dat de Japanse arbeidsmarkt verkraapt. De werkloosheid daalde in april tot 3,5% van de beroepsbevolking. Daardoor zullen de lonen verder moeten worden verhoogd hetgeen de bestedingen ook een impuls zal geven en dus goed om de economische groei te bevorderen. Er is bovendien een verlaging van de vennootschapsbelasting gepland hetgeen positief is voor de bedrijfswinsten en de investeringen

Onze visie:

Een zwaluw maakt nog geen zomer! En dat geldt zeker ook voor Japan. Onze terughoudendheid is nog niet weggenomen door de verbeterde gang van zaken op een aantal fronten. We staan op het punt ons standpunt te herzien maar er is twijfel! Onze twijfel richt zich met name op de schier onhoudbare opstapeling van schulden. De Japanse centrale bank is zowat nog de enige partij die bereid is de staatsobligaties op te kopen. Op dit moment bezit ze circa 20% van de Japanse staatsschuld. Blijkbaar trekken andere partijen op de secundaire markt zich terug. De stimuleringsmaatregelen van premier Shinzo Abe hebben wel een heel hoge prijs. Eens komt er een moment dat de rentelasten op deze staatsschuld (die zo'n 2,5 keer het bbp bedraagt) niet meer op te hoesten zijn door de overheid. Wat dan nog rest is het schrappen van die schuld of het omzetten in een niet-aflosbare schuld met een rente van nul procent!(*)

We blijven liever de ontwikkelingen in Japan volgen en willen eerst harde bewijzen zien dat het land voldoende afloscapaciteit genereert door structureel hogere staatsinkomsten. Feitelijk vraagt de overheid haar tekorten te financieren tegen 0% rente en een toenemend risico op niet-aflossing. Hoe ver kun je gaan als overheid? Dan toch maar de geldpers aan? Het grootste pensioenfonds van Japan heeft geen trek meer.

(*)Zoveel lager is dat ook weer niet wanneer je kijkt naar de rente op de Duitse Bund. Met alleen het verschil dat hierop nog wordt afgelost....In de VS gebeurt feitelijk hetzelfde waarbij de FED als grote opkoper van Amerikaanse treasuries optrad. Stilletjes aan is ze die steun aan het afbouwen maar bezit nog wel bijna 4000 miljard dollar aan obligaties waar ze een keer van af wil. Daarmee bezit ze een kwart van de Amerikaanse staatsschuld.

Opkomende Markten, aan de vooravond van herstel?

In onze voorgaande kwartaalbrief maanden wij tot voorzichtigheid omdat, vooral door het zich terugtrekken van Westerse investeerders uit deze landen, er te veel onzekerheid was ontstaan. Nu de ontwikkelde economieën duidelijk in een hogere versnelling opereren en de wereldhandel weer toeneemt, kunnen de opkomende landen hier van gaan profiteren. Een aantal landen heeft wel duidelijk last

van toegenomen spanningen, maatschappelijke onrust en gewapende conflicten. Bovendien lijken deze conflicten uit te breiden en zich niet meer te beperken tot de landen zelf.

Waar de lokale munt is verzwakt tegenover euro en dollar, neemt ook de concurrentiekracht weer toe. Een aantal landen (waaronder China) ziet de export weer toenemen.

Onze visie:

Het wordt steeds moeilijker nog te spreken over Opkomende Markten als zou het één regio of één categorie betreffen. De onderlinge verschillen worden steeds groter waardoor een gedifferentieerde benadering op zijn plaats is. Bovendien hebben een aantal landen intussen al de status van Ontwikkelde economie (je kunt een land als China in dat opzicht toch niet meer vergelijken met een Afrikaans of Zuid-Amerikaans land). Qua grootte in ieder geval past het een land als China (tweede economie na de VS) tot de kopgroep te rekenen. We zien eigenlijk al weer een groeiversnelling in China optreden, ondanks de beleidsverkrappende maatregelen van de Chinese overheid.

Voor Azië zien we duidelijk tekenen van aantrekkende economische groei; voor de opkomende landen in Europa en Latijns-Amerika zijn we niet onverdeeld positief gestemd. Centraal Europese landen lijken het meest profijt te hebben van de eurozone, terwijl de conflictsituatie tussen Rusland en Oekraïne de gehele regio nadelig beïnvloedt.

Gemiddeld genomen zien we de beste kansen voor de zgn. Frontier Markets, vooral omdat deze landen nog maar aan het begin van economische expansie staan en (daardoor) nog laag gewaardeerd zijn.

Samenvatting en een voorzichtige conclusie

Ondanks ook onze scepsis over de aanpak de economieën uit het slop te halen door de immense stimuleringsmaatregelen door centrale banken, zien we dat er toch resultaten zijn geboekt. We zijn alleen bezorgd dat er te lang wordt doorgedaan en die maatregelen onbedoelde neveneffecten kunnen krijgen. De extreem lage

rentevergoeding op de zgn. veilige assets noopt de belegger, maar ook de traditionele spaarder, zijn heil te zoeken in de risicovollere categorieën. Hier en daar zie je al bubbels ontstaan en wordt de belegger te weinig beloond voor het gelopen risico. Wanneer vroeger of later de rente zou stijgen kan er een niet te beheersen vlucht ontstaan, en wil iedereen door dezelfde deur naar buiten...Behoedzaam handelen door centrale bankiers is dan ook onontbeerlijk en zolang het inflatiegevaar er niet is lijkt er niets aan de hand! En kunnen we dus nog mooie jaren beleven als het om beleggen (en vooral in aandelen) gaat.

Ook in de recent gepubliceerde Economic Outlook concludeert de OESO, de Organisatie voor Economische Samenwerking en Ontwikkeling, dat de wereldeconomie in een rustiger vaarwater komt waarbij het herstel vooral doorzet in de ontwikkelde economieën.

2. Benchmarks

Wij geven onderstaand een uitgebreid overzicht van de relevante aandelenindices en overig 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	30-jun-14	31-dec-13	Performance YTD
Aandelen	MSCI World	1.743,42	1.661,07	+ 4,96%
	AEX (Ned)	413,15	401,97	+ 2,78%
	DAX (Dui)	9.833,07	9.552,16	+ 2,94%
	CAC40 (Fra)	4.422,84	4.295,95	+ 2,95%
	Euro Stoxx 50 (Eur)	3.228,24	3.109,00	+ 3,84%
	Dow Jones Ind (VS)	16.826,60	16.576,66	+1,51%
	S&P 500 (VS)	1.960,23	1.848,36	+ 6,05%
	Nasdaq (VS)	4.408,18	4.176,59	+ 5,54%
	Nikkei 225 (Jap)	15.162,10	16.291,31	- 6,93%
	Hang Seng (Hong K)	23.190,72	23.306,39	- 0,50%
	MSCI Emerging (Opk. L.)	1.050,78	1.002,69	+ 4,80%
	Vastgoed	EPRA (Europa)	1.786,28	1.594,90
Obligaties	iShares Euro Corp Bond	125,53	121,60	+ 3,23%
	iShares Euro High Yield	110,77	110,085	+ 0,62%
	iShares EUR Gov.Bnd 5-7	146,59	140,24	+ 4,53%
	iShares EUR Gov.Bnd 7-10	191,19	177,71	+ 7,59%
	JPM Em.Mkt.Bnd Index	455,974	418,041	+ 9,07%
Volatiliteit	VIX S&P 500	11,57	13,72	- 15,67%
Liquiditeiten	Eonia index (daggeldrente)	0,336	0,446	- 24,66%

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?

Waar in het eerste kwartaal 2014 de beste prestaties werden geleverd door de "traditionele" veilige havens " (obligaties en vastgoed) was het een opmerkelijk fenomeen dat nu alle categorieën bijdroegen aan het rendement. Weliswaar met onderling grote verschillen.

We hadden , toegegeven, al in een veel eerder stadium de traditionele obligaties afgebouwd vanuit de overtuiging dat er in deze categorie geen rendement meer te behalen viel. Vooral staatspapier en de hogere ratings in bedrijfsobligaties werden in onze ogen veel te

hoog geprijsd waardoor de nog te behalen rendementen het niveau van de gemiddelde spaarrekening kregen.

Beleggers werden in hun zoektocht naar rendement zodanig gedreven om zelfs genoeg te nemen met een heel kleine risico-opslag. Door het ruimhartige stimuleringsbeleid van de centrale banken werd de risicovrije rentevoet zodanig laag dat zelfs het geringste bod aan meer-rendement al voldoende was om de belegger over de streep te trekken. Niet vreemd dus dat bijna alle beleggingen hiervan konden profiteren. Zelfs de groep waar traditioneel de hoogste kredietopslagen moesten betaald worden (de zgn. High Yield obligaties) konden hiervan profiteren. Deze obligatiesoort heeft zijn onderwaardering ten opzichte van de veiligere soorten obligaties intussen wel achter zich gelaten (de sterk opgelopen koersen voor high yield papier zijn echter niet terug te vinden in bovenstaande tabel).



Ook schuld papier van opkomende landen (Emerging Market Debt) is weer in trek gekomen bij de westerse investeerders omdat hierop nog een redelijke kredietopslag wordt betaald en deze landen ook maatregelen nemen om hun hoge tekorten op de lopende rekening terug te dringen. Waar (geo) politieke

spanningen kunnen toenemen en escaleren (Irak, Syrië, Oekraïne, Argentinië, Turkije en een aantal Afrikaanse landen) kan besmetting naar een grotere regio plaatsvinden met daardoor weer oplopende risicopremies. Maar dit geldt ook voor een onverhoeds sterke verhoging van de rente in bijv. de VS waardoor dit soort papier de grootste averij kan oplopen.

Binnen aandelen voeren toch weer de Amerikaanse beurzen de boventoon, is Europa goede middenmoter en is Japan dit jaar wat gecorrigeerd ten opzichte van vorig jaar. Dankzij Abenomics kon de Nikkei vorig jaar uitgroeien tot de best presterende aandelenbeurs wereldwijd en is de terugval een bijna logische correctie.

Vastgoed heeft vooral kunnen profiteren van de lage obligatierente. De aantrekkelijke economieën wereldwijd en de nog relatief lage waarderingen maken vastgoed een goed alternatief omdat vastgoed gemiddeld genomen ook een hoog dividendrendement in de vorm van direct inkomen voor de belegger genereert.

Het blijft verbazen dat de markten gekenmerkt blijven door enorme rust. We moeten ver teruggaan in de historie om zo'n lage VIX aan te treffen. Vooral enerzijds de behoedzaamheid van de Centrale Bank in het formuleren van beleid en het zetten van stappen maar anderzijds ook het voorspelbare karakter van toekomstig beleid maken de markten veel minder nerveus. Gevaar daarvan is dat men in slaap sukkelt en niet op tijd meer reageert wanneer risico's toch groter worden.

3. Kredietwaardigheid (bron : BNP Paribas)

Banken Issuer	08-jul-13 5Y CDS spread in basispoints	16-jan-14 5Y CDS spread in basispoints	10-apr-14 5Y CDS spread in basispoints	03-jul-14 5Y CDS spread in basispoints	S&P longterm credit rating
Rabobank	102,95	68,68	65,48	47,37	AA-
UBS	110,06	66,26	57,63	47,61	A
Barclays Bank plc	162,89	89,38	76,89	65,41	A
ING Bank	146,57	84,58	67,13	60,12	A
BNP Paribas	155,25	82,62	68,52	64,20	A+
Natixis	201,24	112,00	90,00	66,00	A
Société Generale	191,61	100,88	87,35	78,13	A
Commerzbank	173,01	112,93	99,30	80,60	A-
Van Lanschot	Niet beschikbaar	Niet beschikbaar	Niet beschikbaar	Niet beschikbaar	BBB+
Royal Bk. Scotland	240,46	112,43	143,64	114,38	A-

We frissen nog even het geheugen op wat in dat verband de CDS-spreads op de vorige pagina 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:

Landen	08-jul-13 5Y CDS spread In basispoints	16-jan-14 5Y CDS spread in basispoints	10-apr-14 5Y CDS spread In basispoints	03-jul-14 5Y CDS spread In basispoints
Griekenland	1023,52	524,23	416,87	447,95
Ierland	165,00	107,82	71,30	46,345
Spanje	282,00	126,00	89,50	66,50
Italië	281,005	149,65	114,00	96,50
Portugal	480,82	272,05	167,90	160,65
USA	27,67	28,50	17,19	16,79
Duitsland	32,83	23,00	21,50	20,19
Frankrijk	80,83	50,00	49,00	41,00
Nederland	58,50	34,57	31,20	30,50

Bron: CNBC

Conclusies:

Kwartaal op kwartaal kunnen we steeds lagere CDS spreads noteren en dat mag tenminste verbazing wekken. De belegger schat de risico's blijkbaar steeds lager in en is steeds meer bereid zijn geld te steken in obligaties van landen en banken tegen record lage rentevoeten. Zijn die landen en banken dan zo gezond dat er hoegenaamd geen risico op omvallen meer bestaat? Als de eraan komende, meest strenge stresstest voor de banken door de nieuwe toezichthouder ECB, inderdaad laat zien dat de banken goed gepositioneerd zijn en zelfs bij heel slechte scenario's het hoofd boven water kunnen houden lijkt die rente gerechtvaardigd. Wanneer we echter de schuldenberg van heel wat landen in onze beoordeling betrekken en wanneer die moeten worden geherfinancierd tegen minder florissante rentecondities, zijn de rapen gaar. Het zijn de opkoopacties van de centrale banken geweest welke uiteindelijk redding brachten. Op zich genomen is daar niets mis mee en hebben wij op meerdere fronten beaamd dat dit de enige oplossing was. Maar we raken onderhand verslaafd aan die ongebreidelde steunoperaties die geld wel heel erg goedkoop en gemakkelijk beschikbaar maken. Ook de BIS, de Bank voor Internationale Betalingen, heeft haar vrees voor die uitbundigheid geuit. De lage rente, de ruime beschikbaarheid van geld en de lage volatiliteit leiden ertoe dat iedereen massaal op zoek is gegaan naar rendement. Deze "search for yield" maakt dat beleggers steeds meer risico's nemen.

4. Beleggingsbeleid

In onze vorige kwartaalbrief hebben wij vrij uitgebreid een toelichting gegeven op het aanpassen van ons beleggingsbeleid aan de gewijzigde marktomstandigheden. Dat wil zeggen de beperkingen die samenhangen met de extreem lage rente gekoppeld aan de verbeterde vooruitzichten voor aandelen. De vertaling van dit beleid is uitgemond in het meer en meer opnemen van gestructureerde producten waarbij we vooral zouden kunnen profiteren van verder aantrekkende aandelenkoersen, een lage tot een bescheiden stijging van de lange obligatierenten niet als nadelig hoeven ervaren en laag blijvende CDS spreads het papier stabiliteit geven.

Deze producten hebben als grote gemene deler dat ze vaak lagere vormen van kapitaalsgarantie kennen maar wel een hefboom mogelijk maken. Zie de verdere toelichting in onze 1^e kwartaalbrief van april 2014.

Ook de weging beleggingsfondsen in cliëntportefeuilles hadden we al uitgebreid en zal verder worden uitgebreid. We onderzoeken vooral de fondsen welke een dynamisch allocatiebeleid voorstaan. Dat betekent de verdeling over meerdere asset-categorieën mede laten afhangen van de marktomstandigheden en niet gehinderd worden in die keuzes door al te strakke mandaten.

Het moge duidelijk zijn dat wij onze voorkeur blijven uitspreken voor Europese aandelen en dit tot uitdrukking brengen op de wijze zoals aangegeven in onze vorige kwartaalbrief. Dat wil zeggen in een mix van gestructureerde producten en beleggingsfondsen met een historisch excellente trackrecord.

De Amerikaanse economie blijft goed presteren, hetgeen zich vertaalt in steeds nieuwe records van de aandelenkoersen. Ook de publicatie van steeds hogere aantallen nieuwe banen, de goede huizenmarkt cijfers, de overige indicatoren bevestigen die robuuste groei. Toch zijn we nog voorzichtig want een rentestijging wordt evident en komt dichterbij wanneer dit alles zich vertaalt in een hoger inflatiecijfer.

Dat voorzichtige standpunt hadden we ook al eerder ingenomen voor Opkomende Markten maar hier zien we voldoende lichtpuntjes om die houding wat meer ten gunste te herzien. We hebben daarbij wel een voorkeur voor de zgn. Frontier Markets en de ontwikkelde Opkomende Markten (denk hierbij aan China, Brazilië, Korea).

Samengevat:

Ons beleggingsbeleid zal met de hiervoor geschetste accenten, grotendeels een voortzetting van het al een aantal eerdere kwartalen beschreven beleid betekenen. Tot op vandaag zijn die keuzes goed uitpakend en hebben gemiddeld genomen voor de cliënt een bovengemiddeld rendement opgeleverd. We mogen daar dan ook tevreden over zijn...Het bevestigt onze gedachte dat je ook rendement kunt maken onder het gesternte van een gematigd risico!

5. Ten slotte

Wanneer u als goede lezer het gevoel krijgt dat we wat meer “beren op de weg” zien, is dat een goede inschatting. Beleggen an sich blijft profijtelijk. We willen daarbij onze voorkeur voor aandelen niet onder stoelen of banken steken want rekenen nog steeds op verder stijgende koersen. Maar houden toch rekening met mogelijke correcties. Die zullen niet het gevolg zijn van zgn. “Zwarte Zwanen” als uitdrukking van onverwacht groot onheil maar bijv. wel een wat grotere volatiliteit c.q. nervositeit onder beleggers indiceren. Alleen al een wat snellere rentestap van de FED of een slechter uitvallende stresstest door de ECB bij de banken zou een tijdelijke daling kunnen veroorzaken. We mogen ook niet vergeten dat de waarderingen van aandelen plotsklaps als te hoog worden gezien bij een hogere (risicovrije) rentevoet! Zover is het nog niet.

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. De geraadpleegde bronnen worden door de samensteller als betrouwbaar beschouwd.

Ook Japan krijgt een meer dan gemiddelde belangstelling maar we wachten op steviger signalen van een blijvend economisch herstel en het definitief afscheid van het deflatiespoek. Ook het doorvoeren van structurele hervormingen zal onderdeel moeten zijn van het Japanse overheidsbeleid.

Het beleggen in (wereldwijd) vastgoed blijft een goede optie en dan vooral via zgn. Funds of funds.

Onze voorkeur voor dividend beleggen (zowel via beleggingsfondsen als via gestructureerde notes welke gebouwd zijn rond dit thema) blijft een prominente positie innemen in onze beleggingsportefeuilles. En dan vooral bij die cliënten voor wie (aanvullend) inkomen gewenst is.

Binnen vastrentend blijven we vooralsnog de voorkeur geven aan High Yield obligaties en bijzondere obligaties, bijv. zgn. Steepener obligaties welke inspelen op het renteverval tussen kort en lang (zeg maar hoe steiler de rentecurve hoe hoger de rentevergoeding). We nemen in overweging Schuldpapier van Opkomende Landen te gaan opnemen/uit te breiden.

Wij wensen u een fijne en prettige vakantie waarbij ontspanning en rust volledig aan hun trekken kunnen komen. En over “Sell in May” hoeven we het helemaal niet meer met u te hebben...toch?



Zijn er naar aanleiding van dit kwartaalbericht of de kwartaalrapportage nog vragen, laat het ons weten! En is er behoefte aan een gesprek met uw beheerder, bel hem gerust.