

Inhoud :

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

1. Terugblik en vooruitblik

Het begint er steeds meer op te lijken dat we onze verslaving aan lage rentes niet meer de baas zijn. En er steeds afhankelijker van worden. Waar we eerder onze verbazing uitspraken over de bijna voortdurende koersstijgingen van vooral aandelen ondanks het slechte nieuws en de toenemende geopolitieke spanningen in de wereld, doet er zich nog iets vreemds voor. We juichen bijna toe dat economieën afkoelen opdat centrale banken hun gevoerde beleid van lage rente nog even zullen moeten voortzetten. En we weten intussen lage rentes zijn goed voor aandelen. Dat baart ons toch zorgen. We zien tegelijk de onmacht van zowel de Japanse centrale bank als de ECB om de inflatie aan te wakkeren ondanks het bijna onbeperkt voorzien van de markt van zo goed als gratis geld. In plaats van inflatie ontstaat wel een andere, minder gewenste vorm van inflatie, aangeduid met Asset Price Inflation: naast de bijna tomeloze stijging van de aandelenkoersen laten ook obligaties in alle mogelijke soorten zich niet onbetuigd. De honger naar rendement maakt beleggers tot irrationele wezens. Stevenen we weer af op een enorme zeepbel? Dit was het beeld tot begin oktober. Ook de op moment van schrijven steeds luider klinkende geluiden over hapering van de wereldeconomie geven plots een wél zorgwekkend beeld, gezien de stevige correcties op rij welke we op moment van publicatie zien. Deze zeer actuele thema's zullen we proberen mee te nemen in dit kwartaalschrijven.

Economie in vogelvlucht

Verenigde Staten, op de goede weg

De belangrijke indicatoren wijzen steeds meer op een economie die een recessie achter zich heeft gelaten. De economische groei heeft zich in het tweede kwartaal zeer krachtig hersteld van het eerste zwakke kwartaal (min 2,1% door de strenge winter) naar plus 4,6% op jaarbasis. Deze sterke groei is vooral veroorzaakt door de forse stijging van de bedrijfsinvesteringen. Ook de werkloosheid is gedaald tot onder 6% van de beroepsbevolking. Dit forse groeiherstel wordt ondermeer bevestigd door ook een toename van het consumentenvertrouwen, consumentenbestedingen,

de industriële productie, de huizenmarkt en de toegenomen kredietverlening (dit jaar zelfs met bijna 8%). Ook stemmingsindicatoren (o.a. van de inkoopmanagers) duiden op een robuust groeitempo. De inflatie is beperkt kunnen blijven (van rond 2% zelfs gedaald tot 1,7% in augustus)) en geeft geen aanleiding te veronderstellen dat de kapitaalmarktrente snel zal stijgen. Het gevoerde beleid van de FED (de Amerikaanse centrale bank) om de economie aan te zwengelen heeft dus duidelijk gewerkt. Het programma van "QE", ofwel kwantitatieve verruiming, waarbij

duizenden miljarden dollars in de economie werden gepompt, kan verder worden afgebouwd. Toch zal dit met behoudendheid gebeuren. Ook zal de FED de lage basisrente nog geruime tijd handhaven, zelfs nadat het opkopen van leningen is stopgezet. Het is de bedoeling dat er definitief een punt achter dat programma wordt gezet na de volgende bijeenkomst van het FED-bestuur op 29 oktober 2014. Afhankelijk van de economische ontwikkelingen kan het dan nog maanden duren voor het huidige lage tarief van 0% á 0,25% wordt verhoogd. Vooral de benutting van het arbeidspotentieel (zeg maar de participatiegraad) is lager dan ooit. Miljoenen Amerikanen hebben de hoop op een baan opgegeven en hebben zich uitgeschreven bij de arbeidsbureaus.



Onze visie:

Dat er een renteverhoging komt is evident. Maar het blijft gissen wanneer. Steeds meer parijen gaan uit van een verhoging in de tweede helft van 2015. De doorsnee verwachting is dat die eind volgend jaar op 1,375% staat tegen nu nog 0% tot 0,25%. Daarmee lijkt de verwachting gerechtvaardigd dat de FED niet zo snel op de rem gaat staan en zal passen voor een te abrupte rentestijging. Ook het IMF waarschuwt daarvoor. We mogen niet vergeten dat de FED intussen een mega obligatieportefeuille op de balans heeft staan die bij een te grote rentestijging tot mega verliezen kan leiden. Het IMF rekent zelfs voor dat dit op een verlies van \$ 3,8 biljoen (!) kan neerkomen. Het goedkope geld heeft naast economisch groeiherstel natuurlijk ook bijgedragen aan de sterke stijging van de financiële markten en bijv de S&P 500 index tot recordhoogte opgestuwd. Dit veronderstelt een winstgroei bij de bedrijven van 6 á 7%. Vooralsnog lijkt die groei haalbaar en daarmee zou de waardering van Amerikaanse aandelen niet te hoog zijn (Koers-winstverhouding van ca. 15,3 hetgeen iets onder het 30-jarig gemiddelde van 15,7 ligt). De VS kan haar dominante rol weer oppakken waarbij de dollar nog sterker kan worden tegenover de euro, yen en andere valuta. Ons standpunt van vorig kwartaal schrijven ten aanzien van beleggen in Amerikaanse aandelen en obligaties dienen we te nuanceren en we verwijzen hierbij naar de paragraaf over het beleggingsbeleid.

Europa, de last van deflatie

Europa heeft de "Japanse ziekte"...Waar dit land al jaren last van heeft begint ook voor de Eurozone een grote zorg te worden: het deflatiespook! Het is nog wel niet zover en zeker niet structureel maar de ECB worstelt met het bestrijden. Het juiste medicijn is nog niet gevonden en nu zelfs het kloppend hart van Europa, Duitsland, minder hard blijkt te groeien dan we altijd van uitgingen, moeten er aanvullende beleidsmaatregelen worden getroffen. Natuurlijk zijn we reuze blij met de verzwakking van de euro waardoor

Dat geeft toch ook enige vertekening van de werkelijkheid. Het is duidelijk dat het zeer ruime monetaire beleid langzaam maar zeker wordt beëindigd. De Amerikaanse economie kan grotendeels op eigen benen staan, getuige naast het verbeteren van de handelsbalans ook de forse daling van het begrotingstekort. Het zojuist gepubliceerde tekort kwam in het eind september gesloten boekjaar uit op 486 miljard dollar, waar vorig jaar nog een gat resteerde van 680 miljard (het record lag in 2009 zelfs op 1400 miljard). Wanneer dit positieve beeld ook is terug te vinden in het terugdringen van de staatsschuld zou dit de ultieme bevestiging zijn van het definitieve herstel van de Amerikaanse economie.

We moeten wel aantekenen dat de uitgaven aan programma's voor sociale zekerheid de komende jaren stijgen en tegen 2020 mogelijk een grotere druk op de schuld niveaus van de VS zetten. Toch kan de Amerikaanse economie deze hogere schuld beter dragen en daarmee haar hoge kredietstatus van Triple A door Moody's handhaven (bij S&P AA+).

onze concurrentiepositie tegenover vooral de opkomende landen weer is toegenomen. Vooral de aan export gerelateerde bedrijven moeten hier op termijn garen bij spinnen.

Waar de VS het ruime monetaire beleid afbouwen, ziet de ECB zich voor de taak nog meer beleidsverruimende maatregelen te treffen. Aan de rente kan ze niet veel meer veranderen: die staat sinds het laatste rentebesluit van 4 september al zo laag (refirente van

0,05% en een negatieve depositorente van 0,20%) dat er nu toch zwaarder geschut moet worden ingezet. De ECB is natuurlijk gehouden aan haar hoofddoelstelling en dat is het bewaken van prijsstabiliteit. Daarvan afgeleid moeten we het nu hebben over het verhogen van inflatie, sterker nog het kost wat kost voorkomen van deflatie. Ze tracht dit hoofddoel vooral te realiseren door de markt bijna onbeperkt en gratis te voorzien van liquiditeiten. Het aangekondigde opkoopprogramma van de ECB zou er in voorzien dat zgn. Asset Backed

Securities ofwel ABS en door onderpand gedekte obligaties op de balans worden opgenomen en deze de banken in de eurozone daarmee wil stimuleren meer en tegen gunstiger voorwaarden kredieten te verstrekken aan gezinnen en bedrijven. Uiteindelijk bedoeld om daarmee de economische groei aan te jagen en het risico van te lage inflatie tegen te gaan. Vooral

Duitsland verzet zich tegen deze opkoopprogramma's, bang als ze is dat de ECB straks te veel slechte leningen op de balans heeft staan.

Onze visie:

We hebben toch ook onze bedenkingen tegen die ongebreidelde opkoopprogramma's van de ECB. Het levert voor de belegger meer voordelen op dan dat het bijdraagt aan stimulering van de economische groei. Immers een lage rente lokt naar de beurs! Vooral in Europa lijken de gestegen aandelenkoersen geen juiste afspiegeling van de reële economie. De patiënt is blijkbaar toch zieker en wordt met de verkeerde medicijnen behandeld. De jongste macrocijfers duiden toch weer eerder op krimp dan groei. Vooral Duitsland, Frankrijk en Italië als grootste economieën, zullen het over een andere boeg moeten gooien. Wij hebben eerder gepleit voor een andere aanpak. In plaats van het bijna weggeven van geld kunnen overheden dit goedkope geld beter inzetten voor infrastructurele werken. Ook het IMF is hier voorstander van en het effect op de groei is groot en is gunstig voor de omvang van de staatsschuld.

De banken zijn niet bereid maar zijn ook onmachtig een substantiële rol te vervullen in het verstrekken van kredieten en daarmee het economisch herstel te schragen. Ook het IMF signaleert dit in zijn jongste verslag van de halfjaarlijkse doorlichting van het mondiale financiële systeem. Banken zijn nog steeds te veel gericht op het versterken van hun balansen en vooral gefocust op het slagen voor de nieuwste en meest strenge stresstest van de ECB. Het toegenomen renteverskil met de VS heeft de euro verzwakt tegenover de dollar en dat kan op termijn gunstig uitpakken. Ook de opwaartse druk op de invoerprijzen daardoor kan de deflatoire druk verminderen. Alleen voor de korte termijn heeft Europa meer last van de sancties over en weer met Rusland dan de VS. Vooral de werkloosheid in de eurozone blijft met 11,5% structureel te hoog.

Wat nu echt nodig is, is herstel van vertrouwen, bij het bedrijfsleven en gezinnen. En dat krijg je niet wanneer instituten als het IMF uitspraken blijven doen die een nieuwe recessie in Europa bijna als onvermijdelijk bestempelen. De zinsnede "de kans op een recessie in de eurozone wordt op 40% geschat" had ook kunnen luiden: "de kans dat een recessie er niet komt is nog altijd 60%".... Natuurlijk zijn we erg geschrokken van de slechte cijfers van Duitsland met de grootste krimp van de export in jaren, een terugvallen van de industriële productie en een afname van de orderstroom.



Minister van Financiën Jeroen Dijsselbloem gaf op 17 oktober in de Volkskrant aan dat het te vroeg en te somber is om nu al te zeggen dat er een nieuwe economische crisis aankomt. Dit als reactie op uitspraken van het IMF.

Het is echter helemaal niet gezegd dat deze cijfers geen incidenteel karakter hebben. En staak het inzetten van teveel middelen voor de bestrijding van deflatie. Door herstel van de economische groei in de betekenis van de reële economie, zal dat probleem immers ook op termijn kunnen worden getackeld. En nu wordt alleen de vorming van luchtbellen aangemoedigd.

Of deze situatie aanleiding geeft voor een ander beleggingsbeleid beantwoorden we graag in de betreffende paragraaf.

Japan, het medicijn “Abenomics” lijkt al uitgewerkt

Het risico dat de Japanse economie alsnog terugzakt in een recessie, neemt volgens door Bloomberg geraadpleegde analisten toe. Precies het scenario wat “Abenomics” (de mix van ruim monetair beleid en overheidsstimulansen) had moeten voorkomen. Een verhoging van de BTW eerder dit jaar zorgde voor een dip.

De industriële productie is in augustus 1,5% gekrompen terwijl een kleine stijging was verwacht. Wel stegen de detailhandelsverkoop met 1,9% en de werkloosheid was verder gedaald.

Het Japanse ondernemersvertrouwen is in september wel onverwacht gestegen, waarbij de bedrijven van plan zijn hun investeringen stevig op te voeren, tot eind maart 2015 met 8,6%.

Onze visie:

De patiënt is aan de beterende hand maar kan nog niet van het infuus af. We wachten op overtuigender bewijs dat Japan als genezen kan worden verklaard. De eerste twee pijlen van het stimuleringsbeleid, het fors opjagen van de overheidsbestedingen en het feitelijk aanzetten van de geldpers, hebben inderdaad de inflatie aangewakkerd en de economie in een hogere versnelling gebracht. Daarnaast blijft nodig dat de staatsfinanciën op orde komen (meer inkomsten en schuldaflossing) en rigoureuze hervormingen worden doorgevoerd. Anders valt het land weer terug in waar het zo moeizaam uit vandaan is gekrabbeld.

Opkomende Markten, hoe kwetsbaar is het herstel?

We hebben gezien dat de opkomende landen enorm afhankelijk zijn geworden van het kapitaal van Westerse investeerders. En hoe snel het dan ook kan verkeerd lopen wanneer die investeerders besluiten zich terug te trekken. Ook de Bank voor Internationale Betalingen (BIS) is bang dat beleggers plotseling massaal hun geld terugtrekken bij enige ruis omdat het veelal speculatief wordt ingezet. Westerse beleggers zoeken alleen hogere rendementen in die landen. Ook westerse banken voeren hun kredietverlening weer sterk op en ook de bedrijven uit deze landen kunnen goedkoop terecht op de internationale kapitaalmarkt. Zit het even tegen is de stroom terug ook snel ingezet en blijven deze landen met de brokken zitten.

We zien al geruime tijd dat de groei in die landen tegenvalt. Ook grootmacht China heeft moeite de groei op 7,5% te houden. Bovendien heeft het land nog steeds last van het schaduwbankieren, een huizenmarkt die enorm veel lucht bevat, luchtvervuiling en corruptie. Daarnaast is de binnenlandse vraag nog steeds zwak.



En dat is niet meer gezien sinds 2007. Ook uit het gepubliceerde Tankan-rapport kwam een positief beeld naar voren van de inkoopmanagerindex voor de Japanse industrie. Minder gunstig was de lichte daling van de werkgelegenheid, terwijl ook de Japanse export is gedaald met 1,3% ten opzichte van een jaar eerder.

China zal fors moeten investeren in infrastructuur en technologie.



Als we kijken naar Midden-en Oost-Europa zien we duidelijk de gevolgen van het conflict tussen Rusland en Oekraïne, waarbij trouwens ook andere landen in de eurozone last hebben van de boycotacties.

Latijns- Amerika kent al veel langer grote problemen, waaronder de ontwikkeling van de grondstoffenrijzen welke zodanig grillig verlopen dat deze landen er ook hun kwetsbaarheid aan te danken hebben.

Onze visie:

De opkomende economieën zijn dermate afhankelijk van de ontwikkelde landen dat een groeivertraging (mocht die er al komen) in ieder geval zal doorwerken. Onze hoop blijft op China gericht als tweede economie in de wereld.

Samenvatting en een voorzichtige conclusie

We hebben onze zorg over de “verslaafdheid” aan de lage rente al geuit en daarbij vooral gezinspeeld op het mogelijk hier en daar ontstaan van luchtballonnen. Immers vooral de beleggers konden hiervan profiteren. In de vorige kwartaalbrief spraken wij onze verbazing uit dat niets of niemand, ook slecht nieuws niet, de orde kon verstoren. Het feestje leek maar door te kunnen gaan. Niets is minder waar, hebben we de laatste weken wel kunnen zien. Alle nieuws wordt intussen zonder enige verdere nuancering uitermate negatief uitgelegd en we zien dan ook de laatste dagen bijna voortdurend correcties de markten teisteren. Misschien wel een gezonde correctie? Het biedt op een lager, nieuw evenwichtsniveau ook weer kansen, nietwaar? En ons standpunt moge duidelijk zijn: wij zijn geen doemdenkers en ons basisscenario gaat niet uit van een recessie wereldwijd. Hooguit van een periode van zwakke groei. We dienen ook onze rendementsverwachtingen daarop aan te passen. En nog kieskeuriger te worden in onze beleggingskeuzes!

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-sep-14	31-dec-13	Performance YTD
Aandelen	MSCI World	1.698,41	1.661,07	+ 2,25%
	AEX (Ned)	421,14	401,97	+ 4,77%
	DAX (Dui)	9.474,3	9.552,16	-0,82%
	CAC40 (Fra)	4.416,24	4.295,95	+ 2,80%
	Euro Stoxx 50 (Eur)	3.225,93	3.109,00	+ 3,76%
	Dow Jones Ind (VS)	17.042,60	16.576,66	+2,81%
	S&P 500 (VS)	1.972,29	1.848,36	+ 6,70%
	Nasdaq (VS)	4.493,39	4.176,59	+ 7,59%
	Nikkei 225 (Jap)	16.173,52	16.291,31	- 0,72%
	Hang Seng (Hong K)	22.932,98	23.306,39	- 1,60%
	MSCI Emerging (Opk. L.)	1.005,33	1.002,69	+ 0,26%
Vastgoed	EPRA (Europa)	1.792,09	1.594,90	+ 12,36%
Obligaties	iShares Euro Corp Bond	127,74	121,60	+ 5,05%
	iShares Euro High Yield	107,33	110,085	-2,50%
	iShares EUR Gov.Bnd 5-7	149,36	140,24	+ 6,50%
	iShares EUR Gov.Bnd 7-10	197,45	177,71	+ 11,11%
	JPM Em.Mkt.Bnd Index	451,882	418,041	+ 8,10%
Volatiliteit	VIX S&P 500	16,31	13,72	+18,88%
Liquiditeiten	Eonia index (daggeldrente)	0,197	0,446	-55,83%

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 we in eerdere brieven veronderstelden dat de obligatie beleggingen hun beste tijd wel zouden hebben gehad qua koersstijging, omdat de rente in onze ogen eigenlijk niet verder zou kunnen dalen, zijn we met onze neus op de harde feiten gedrukt. Obligaties waren wederom excellente beleggingen ten opzichte van aandelen, want de rente kon blijkbaar wel nog lager dan ze al was. We hebben het dan niet over de tussentijds bereikte koerstoppen op aandelen wereldwijd, maar wanneer we de start van 2014 vergelijken met het heden. Dan hebben alleen de Amerikaanse beurzen weer nieuwe records kunnen wegzetten en vasthouden. De overige aandelenmarkten hebben maar mager gepresteerd.

Bij de tussentijds optredende correcties in de drie verslagkwartalen van 2014 werden de markten steeds opgeschrikt door het doembeeld van het einde aan tapering en dus het einde van de (idiot) lage en dus onhoudbare renten. Die verslaafdheid aan lage rente hebben we al besproken en gewezen op het gevaar van potentieel nieuwe bubbels zoals we die ook hebben gezien bij de internetzeepbel rond 2000. De extreem lage volatiliteit van de laatste tijd was natuurlijk ook niet logisch en de markt leek dovemansoren te hebben voor slecht nieuws. Alleen de laatste weken van september lijkt het slechte nieuws door te dringen en is de volatiliteit aan het oplopen en heeft op dit moment zelfs weer een hoogtepunt van het jaar bereikt op ruim 24. Ten opzichte van het all time high in oktober 2008 (VIX 59,89) is er nog steeds sprake van relatieve rust aan het front.



Er is zeker geen "sell off" geweest in aandelen en de belegger is eigenlijk grotendeels blijven zitten. Natuurlijk heeft de belegger in strikte zin geen goede alternatieven om nog enigszins renderend zijn geld weg te zetten. Sparen is al jaren geen optie en obligaties

worden nu toch echt wel te duur gevonden. Ook het vastgoed heeft van deze sterke belangstelling kunnen profiteren. Vooral omdat vastgoed gemiddeld genomen goede (cash-)rendementen uitkeert in de vorm van dividend.

Het verschil in performance tussen obligaties en aandelen uit de opkomende landen is treffend te noemen en verdient nader onderzoek. Het vermoeden bestaat dat de obligaties vooral aantrekkelijk werden bevonden vanwege het renteverskil met obligaties uit de westerse landen, terwijl aandelen veel meer gebukt gingen onder de verschuiving van middelen uit opkomende markten terug naar de ontwikkelde markten. Vooral omdat de opkomende landen wel erg varen op het westen.



Opvallend ten slotte is de terugval in zgn. High Yield obligaties, een categorie die te veel was opgelopen waardoor het feitelijke risico niet meer adequaat werd gecompenseerd in termen van rendement. Zeker nu de economie in nogal wat regio's (vooral Europa) krimp laat zien, geeft men de voorkeur aan de hogere rating-debiteuren.

Ook speelt het renteverskil met de VS parten waardoor nieuw uitgegeven Amerikaanse bedrijfsobligaties hogere rendementen opleveren. Het wordt voor BB en lager (Non-Investment Grade) moeilijker de kapitaalmarkt te betreden.



3. Kredietwaardigheid

Banken Issuer	16-jan-14 5Y CDS spread in basispoints	10-apr-14 5Y CDS spread in basispoints	03-jul-14 5Y CDS spread in basispoints	14-okt-14 5Y CDS spread in basispoints	S&P longterm credit rating	S&P Outlook (*)
Rabobank	68,68	65,48	47,37	50,73	AA-	negatief
JPMorgan Chase	67,75	57,67	57,99	62,59	A	negatief
UBS	66,26	57,63	47,61	50,39	A	negatief
Barclays Bank plc	89,38	76,89	65,41	64,58	A	negatief
Deutsche Bank	87,34	71,27	73,66	75,61	A	negatief
ING Bank	84,58	67,13	60,12	57,35	A	negatief
Citigroup	70,34	77,90	66,99	78,28	A-	negatief
BNP Paribas	82,62	68,52	64,20	64,12	A+	negatief
Natixis	112,00	90,00	66,00	73,01	A	negatief
Société Generale	100,88	87,35	78,13	77,59	A	negatief
Commerzbank	112,93	99,30	80,60	90,51	A-	negatief
Van Lanschot	Niet beschikbaar	Niet beschikbaar	Niet beschikbaar	Niet beschikbaar	BBB+	negatief
Royal Bank of Scotland Holding	112,43	143,64	114,38	79,37	A-	negatief

Bron : BNP Paribas

(*)een negatieve outlook duidt erop dat S&P binnenkort de waardering zou kunnen verlagen

Landen	16-jan-14 5Y CDS spread in basispoints	10-apr-14 5Y CDS spread In basispoints	03-jul-14 5Y CDS spread In basispoints	14-okt-14 5Y CDS spread In basispoints
Griekenland	524,23	416,87	447,95	555,095
Ierland	107,82	71,30	46,345	56,14
Spanje	126,00	89,50	66,50	86,00
Italië	149,65	114,00	96,50	115,50
Portugal	272,05	167,90	160,65	178,01
USA	28,50	17,19	16,79	17,50
Duitsland	23,00	21,50	20,19	20,155
Frankrijk	50,00	49,00	41,00	48,66
Nederland	34,57	31,20	30,50	22,365

Bron: CNBC

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:

Conclusies:

We zien een lichte verandering optreden in de hoogte van de verzekeringspremies en we kunnen die hogere opslagen in verband brengen met de perceptie van toegenomen risico's. Dat geldt duidelijk (nog) niet voor de sterke kernlanden in de eurozone Nederland en Duitsland. De obligaties van deze landen worden toch nog gezien als veilig (naast het UK en de VS) waarin men nog graag belegt. Tegelijk de reden dat de rente op dit papier nog verder is kunnen dalen.

Bij de banken kunnen we spreken over zeer geringe verschuivingen. Dat heeft in onze ogen duidelijk verband met de komende strenge stresstest. Heel veel banken hebben zich hier volledig op gepositioneerd en hun balansen zo veel mogelijk ontdaan van slechte uitzettingen. Waar wanbetaling weinig wordt gevreesd is er wel door ondermeer het IMF gewaarschuwd voor een snel stijgende rente en de risico's van het zo lang zo laag houden van de lage rente door de Fed en andere centrale banken. Net als De Nederlandsche Bank (DNB) wijst het IMF daarbij op een gelijktijdige combinatie van hoge koersen en lage volatiliteit in een groot aantal beleggingscategorieën in verschillende regio's. De lage rente is feitelijk een slechte afspiegeling van het risico in al zijn facetten.



IMF-topvrouw Christine Lagarde

4. Beleggingsbeleid

De recente situatie is niet alleen vrij onverwacht ontstaan maar is ook betrekkelijk nieuw voor ons. Nieuw in de zin dat er een vreemdsoortige combinatie van factoren is die als ze afzonderlijk of gecombineerd optreden heel verschillende effecten kunnen opleveren.

- Allereerst de (nog steeds) extreem lage rente: maakt het lastig nog enig rendement te genereren met renteproducten. Maar ook nog vormen van garantieproducten zijn moeilijk te vinden of construeren. Een mogelijk later optredende rentestijging levert eerder verlies op dan dat de renteopbrengst bedraagt.
- Toenemende (geo)politieke spanningen: vooral Europa krijgt last van de handelsbeperkingen met Rusland/Oekraïne. Wanneer deze situatie langer aanhoudt, gaan bedrijven daar meer of minder last van ondervinden met dito lagere winsten.
- Deflatie Europa en Japan is lastig te bestrijden: geplande investeringen door bedrijven en consumptieve uitgaven door gezinnen worden uitgesteld. Vooral bedrijven missen omzet.
- Schulden Perifere landen in de eurozone kunnen weer probleem worden: de rente op de Griekse Staatsschuld dreigt al weer op te lopen boven 7%
- Functioneren banken blijft problematisch: nog steeds een rem op de kredietkraan. Betekent dat bedrijven en gezinnen niet kunnen profiteren van die lage rente.
- Recessieangst is in onze optiek overdreven maar het economisch hoogtij is niet binnen bereik; de wereldeconomie zal een matig groeipercentage laten zien de komende jaren.
- ECB en Fed staan voor een verschillend beleid; de eerste stimulerend en deflatiebestrijdend, de tweede juist afremmend. Het rentewapen zal dan ook een tegengestelde richting krijgen.
- Euro en dollar zijn elkaars tegenpool als gevolg van verschillende renteontwikkeling en ieders eigen groei
- Waardering aandelen kan drastisch omslaan
- Humanitaire rampgebieden blijven zich uitbreiden (Ebola in Afrika, IS-terreur Midden-Oosten)

Samengevat:

- We moeten een periode van weinig rendementsbronnen verwachten, maar ook bronnen bescheiden qua rendement; waarbij zowel aandelen als obligaties het niveau van de afgelopen vijf jaar niet kunnen evenaren. Dat wil per se niet zeggen dat er geen rendement behaald kan worden, maar we zullen binnen die hoofdgroepen echt op zoek moeten en een grote kieskeurigheid aan de dag moeten leggen. Dat zou kunnen resulteren in rendementen op aandelen wereldwijd van 6 á 7%, vooral via goed gespreide beleggingsfondsen. Voor obligaties blijft het rendement beperkt tot 0 á 3% met zelfs een kans op tussentijds een negatief rendement. Het vastrentend stuk zien we dan ook liever als compartiment van een gestructureerd product zoals de belegger dat van ons gewend is en alleen in functie van de garantie of de buffer.
- We blijven de weg volgen die we eerder aankondigden en hier nog maar eens herhalen: aandelen zullen onze voorkeur blijven genieten tegenover obligaties. Waar we qua regiokeuze Europa en Opkomende Landen in eerdere kwartaalbriefen als favoriet bestempelden, geven we nu de VS weer meer ruimte (de Amerikaanse economie doet het in bijna alle opzichten toch beter dan de rest al lijken Amerikaanse aandelen niet echt goedkoop).
- De keuze "beleggen" of "niet-beleggen" kunnen wij niet voor de cliënt maken. Wij hebben nog steeds voldoende argumentatie om te kiezen voor beleggen. Wij kunnen eenmaal gekozen hebbend voor beleggen afgestemd op de marktomstandigheden de invulling doen. We hebben altijd moeite gehad met de timing, met andere woorden wanneer bepaal je het ideale instapmoment? Wij kiezen op dit moment niet voor de zijlijn. Het moge duidelijk zijn dat we die keuze als bijzonder moeilijk beoordelen. Dat we onze aversie tegen sparen en ook beleggen in obligaties hebben, mag geen verrassing meer zijn. Dat we ook nu nog instappen heeft alles te maken met het vertrouwen dat we zeker nog kansen zien en het woord recessie niet in de mond nemen. Natuurlijk kan er een regio of categorie in een wat mindere fase verkeren, dan hebben we geduld of nemen afscheid. Op kieskeurigheid zal het wel meer neerkomen. Maar liquide is voor ons geen optie, daar willen wij duidelijk in zijn.

5. Ten slotte

De "beren" welke wij, enigszins bevreesd, als vooruitblik schetsten in ons vorige kwartaalbericht, zijn er dus gekomen. Ook de correcties waar die normaliter mee gepaard gaan, zijn er gekomen.

We hebben ook het derde kwartaal gemiddeld genomen zeer profijtelijk kunnen afsluiten. De lang weggebleven volatiliteit is terug in de markt en heeft na de kwartaalafsluiting helaas zijn sporen nagelaten. De meeste portefeuilles staan er op dit moment daardoor een stuk slechter voor dan bij het afsluiten van het derde kwartaal. De oude beurswijsheid "sell in may but remember to come back in september" had toch verkeerd uitgekapt....

6. Presentatie 13 november 2014

De actuele situatie geeft wellicht reden dat u overleg wil over uw portefeuille. Los van een persoonlijk gesprek met uw beheerder kan het ook nuttig zijn weer eens kennis te maken met onze beleggingsmethodiek en die te zien in de context van de hedendaagse wereld.

We hebben een datum vastgelegd voor een lezing op ons kantoor in Roosendaal en dat is **donderdag 13 november 2014, aanvang 20.00 uur**. Ontvangst vanaf 19.00 uur. Deze avond duurt tot ca. 22.30 uur en de entree is uiteraard gratis.



Evert Verwer tijdens een eerdere drukbezochte lezing in 2013

Wilt u die avond onze gast zijn, kunt u zich uiterlijk tot 3 november 2014 aanmelden.

- Telefonisch: 0031(0) 165 - 572 900
- Via contactformulier op: www.vermogensmanagers.nl
- Via mail: info@vermogensmanagers.nl

Mochten er te veel belangstellenden zijn voor die avond kan het zijn dat we een tweede organiseren.

Graag willen wij u tenslotte hieronder ons team nogmaals voorstellen. Zij zullen op de presentatie van 13 november allen aanwezig zijn, zodat u in de gelegenheid bent om geheel vrijblijvend nader kennis te maken.



Het team van Verwer & Janssen Vermogensmanagement. Staand van links naar rechts :

Bert Suik : DSI sr. Beleggingsadviseur

Mandy Wolst – van der Velden : secretariaat, commerciële ondersteuning

Mr. Johan van Sprundel : Financieel directeur

Drs. Ing. Walter Janssen RBA : Commercieel directeur, DSI sr. Vermogensbeheerder, DSI sr. Beleggingsadviseur

Gert-Jan van Sprundel : DSI Beleggingsadviseur, commerciële ondersteuning

Marion van Etten : Administratief medewerkster

Ad Maas : DSI sr. Beleggingsadviseur, Compliance officer

Zittend van links naar rechts :

Frits van Kooten : DSI sr. Beleggingsadviseur

Evert Verwer : Algemeen directeur, DSI sr. Beleggingsadviseur

M.i.v. 15 november as. wordt verder als DSI sr. Beleggingsadviseur de heer Marcel Boone aangetrokken om ons team te versterken.

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.