

## Inhoud :

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

### 1. Terugblik en vooruitblik

De draad weer oppakken na zo'n prachtige zomer is altijd lastig. De zomertijd biedt immers een aangename manier van tijdsbesteding, waaronder meestal hoort vakantie vieren. Met de wetenschap dat de herfst zich inmiddels heeft aangekondigd, is omschakelen toch onontkoombaar! Natuurlijk hadden we liefst vastgehouden aan die voor Nederlandse begrippen lange periode van mooi en warm weer... Ook de beurzen wereldwijd hebben moeite met de werkelijkheid van vandaag en zoeken eigenlijk nog steeds richting. Gelukkig dat de fikse koerscorrecties rond 22 mei van korte duur bleken. Maar gaandeweg het herstel begonnen er zich ook terug haarscheurtjes af te tekenen. Naast (geo) politieke spanningen (verkiezingen Duitsland, volksoproer Egypte, Brazilië, oorlogsgeweld Syrië etc.) had dit vooral te maken met de aankondiging door Bernanke van het ten einde komen aan de sinds 4,5 jaar durende stimuleringsmaatregelen van de Amerikaanse centrale bank (FED). Iedereen kon vermoeden dat het een keer moest gebeuren, alleen wanneer maakt beleggers onzeker en daardoor voorzichtig. Of dit voorzichtige standpunt terecht is verdient onze aandacht. Vanwege de mogelijke impact op de mondiale economie domineert het onze terugblik maar werpt het ook haar schaduw (of juist licht?) vooruit op ons te voeren beleggingsbeleid.

#### Economie in vogelvlucht

##### Verenigde Staten, "tapering" kan niet uitblijven

In ons vorige kwartaalbericht stonden wij al stil bij het mogelijk beëindigen dan wel afbouwen van de uitgebreide stimuleringsmaatregelen van de FED (de Federal Reserve, de Amerikaanse centrale bank). Zij had immers sinds het uitbreken van de financiële crisis voor maandelijks 85 miljard dollar aan de markt liquiditeiten verschaft door het opkopen van staatsobligaties en hypothecaire leningen. Kwantitatieve verruiming (QE) zoals dat officieel heet. Het temperen van deze monetaire steun (ook wel bekend als "tapering") werd zodanig negatief uitgelegd dat Bernanke zich haastte de aangekondigde afbouw van dit opkoopprogramma voorlopig in de ijskast te zetten. En zelfs afhankelijk te

stellen van de economische ontwikkelingen. De groeicijfers in de VS stellen zeker niet teleur maar als het effect zou zijn dat de rente te plotseling terug gaat stijgen (en dat gebeurde wel door alleen al de berichtgeving rond het terugschroeven) en daarmee bijv. het herstel van de belangrijke huizenmarkt in gevaar brengt, komt dat zeer ongelegen. Die gestegen rente zou ook schade toebrengen aan het consumentenvertrouwen en dus de Amerikaanse economie in haar groei belemmeren, welke daar immers zeer van afhankelijk is. We moeten de daardoor mogelijke economische groeivertraging ook bezien in het licht van de thans losgebarsten discussie over de nieuwe begroting van de federale overheid alsmede de steeds weer terugkerende problemen van het in zicht

komende schuldenplafond. De markten lijken volledig in de ban gekomen van de strijd tussen de Democraten en de Republikeinen en of de begrotingsperikelen op tijd worden opgelost.



#### Onze visie:

We blijven benadrukken dat de FED een zeer voorzichtig beleid zal (moeten) blijven voeren en daardoor het terugschroeven van het opkoopprogramma van obligaties zeer geleidelijk zal laten verlopen. De FED schiet in haar eigen voet als zij door een te snelle afbouw de rente fors ziet oplopen en zij daardoor een forse waardedaling van haar enorme obligatiebezit (ca. \$ 3.700 miljard) tegemoet kan zien. Er is in een eerder rapport door het IMF berekend dat dit verlies wel op zou kunnen lopen tot \$ 500 miljard, ofwel ca. 3% van het Amerikaanse BBP mocht de rente weer op het oude niveau van voor de crisis belanden. Bovendien beschouwt zij het als haar primaire taak de werkgelegenheid te bevorderen en daar hoort geen hoge rente bij!

Bovendien is recent bekend gemaakt dat als de “gedroomde opvolger” van Bernanke in januari 2014 ene Janet Yellen is voorgedragen door Obama. Zij staat bekend als groot pleitbezorger van het door Bernanke ingezette stimuleringsbeleid. Met andere woorden: wij verwachten dat zij het opkoopprogramma van obligaties voorlopig voortzet en daardoor een forse rentestijging voorkomt. En gezien de status van de Amerikaanse economie zullen de huidige rendementen vooralsnog een goede afspiegeling hiervan blijven, tenzij die economie aanzienlijk gaat groeien. Voor de wat langere termijn (eind 2014, begin 2015) lijken de vooruitzichten te duiden op een geringe rentestijging. We mogen hierbij niet uit het oog verliezen dat we in historisch perspectief nog steeds op bijna laagte-records zitten. Zowel de lange als korte rente zijn ongekend laag (zeker met een bijna nulrente voor de federal funds rate en een obligatierente van ongeveer 3% op 10 jaar). De Amerikaanse economie moet die wat hogere rente makkelijk kunnen absorberen.

Geen van de kissebissende partijen zal het zich kunnen veroorloven als schuldige te worden aangewezen dat de VS haar schulden niet meer kan betalen. Het zou zelfs een verdere ratingverlaging kunnen betekenen met veel ergere gevolgen voor de rente welke de VS dan zou moeten betalen op haar leningen.

En wat te denken van de belangen welke Japan en China hebben als grootste schuldeisers van de VS? China bezit \$ 1,28 biljoen en Japan \$ 1,14 biljoen aan Amerikaans schuld papier! Mocht de VS haar hoge kredietwaardigheid (AA) verliezen door wanbetaling zou zij het voorrecht van een lage rente verliezen en de Amerikaanse belastingbetaler jaarlijks een nadeel opleveren van meer dan 100 miljard dollar. Hoe dan ook, de absurd hoge staatsschuld (thans US \$ 16.700 miljard) is op langere termijn onhoudbaar. Toch verwachten wij dat er een compromis gesloten wordt en het schuldenplafond wederom (tijdelijk) wordt verhoogd. Dat is sinds 1980 al 42 keer gebeurd, dus zal nu niet anders zijn. We mogen niet vergeten dat de VS tussen 17 oktober en 13 november \$ 370 miljard aan staatsschuld moet herfinancieren. Dat gaat echt niet lukken als beleggers een land met aflosproblemen moeten financieren.

Wij beschouwen de geschetste problemen in de VS (nog) niet als een grote bedreiging voor de economie mits deze niet te lang aanhouden. Zou dit wel gebeuren ontstaat een andere situatie waarbij de dreiging van een hoge rente een ommezwaai in het consumenten-en producentenvertrouwen veroorzaakt. Op dat moment zou de FED wel eens

Op moment van schrijven lijken de partijen verder af van een akkoord dan ooit. Maar ook dat is kenmerkend voor de Amerikaanse verhoudingen. Tot 17 oktober heeft men maar de tijd, dus het wordt wel erg kort dag. Deze patstelling heeft wel geresulteerd in een “shutdown”, het stilleggen van niet-essentiële overheidsdiensten.

Voor de Republikeinen wordt het aangerekend dat zij dwarsliggen bij het verhogen van het schuldenplafond om hun eisen de zorgverzekering (Obamacare) voorlopig met een jaar uit te stellen, kracht bij te zetten. Het blijft een gevaarlijk spel wat zij spelen met mogelijk grote reputatieschade voor de VS in de wereld.

gedwongen kunnen worden het opkoopprogramma van obligaties niet alleen voort te zetten maar zelfs uit te breiden. Een reëel gevaar zou dan de inflatie kunnen gaan vormen, en daardoor veel hogere nominale rentevoeten veroorzaken. Ons basisscenario is dat de Amerikaanse economie met ca. 2,5% dit en 3% volgend jaar zal groeien zonder dat de geldkraan nog verder wordt geopend. Het voorgaande geeft ons voorsnog daardoor geen aanleiding een fors hogere rente te verwachten. De huidige dollarzwakte zal dan ook van tijdelijke aard zijn. De werkloosheid zal kunnen dalen tot iets onder 7%. Het blijven bijdrukken van bankbiljetten kan echter niet ongestraft blijven.....dus hoe dan ook zal de begrotingsdiscipline strakker moeten. Te veel geld in omloop zal onafwendbaar uiteindelijk tot inflatie leiden! De vertaling van deze verwachtingen vindt u terug in ons beleggingsbeleid.

### Europa krabbelt op

Maar het ingezette herstel blijft kwetsbaar! Vooral uit de woorden van Draghi, de president van de Europese Centrale Bank, kunnen we opmaken dat het herstel zwak, fragiel en ongelijk verdeeld is over de landen.



Hij uitte vooral kritiek richting de banken die nog steeds een te grote terughoudendheid hebben bij het verstrekken van krediet aan de bedrijven. Het is al de zestiende maand op rij dat de kredietverlening aan de private sector daalt (al is er bij de huishoudens een kleine kentering bespeurbaar en doen zij iets meer een beroep op de banken voor een lening). Het economisch

### Onze visie:

We beginnen vertrouwen te krijgen dat het vooral door de ECB gedragen beleid zijn vruchten gaat afwerpen en de recessie in de eurozone nu echt achter ons ligt. Voorwaarde is wel dat de geplande bankenunie er komt en de overheidsfinanciën van de perifere landen structureel op orde worden gebracht. De doorgevoerde bezuinigingen en de terugdringing van de staatsschulden zijn weliswaar nog niet afgerond maar krijgen zichtbaar resultaat. De ECB zou nog meer middelen moeten inzetten om deze processen te versnellen. Te denken valt hierbij aan de manier waarop de FED in Amerika de markt bijna onbepaald voorziet van liquiditeiten. Maar ook de zgn. Refirente van de ECB (herfinancieringsrente) kan nog iets omlaag, want is nog niet nul. Het opkoopprogramma van obligaties van de zwakkere landen heeft er in ieder geval toe bijgedragen dat de rente daalde naar houdbare niveaus en beleggers weer bereid waren in perifere staatspapier maar ook dat van bedrijven te investeren.

Zoals gezegd, het herstel is er maar blijft kwetsbaar. Reden waarom wij denken dat de rente voorlopig (en zeker t/m 2014) laag zal moeten blijven. Ook de lage inflatie geeft steun aan die verwachting. Wij blijven de kernlanden (onder aanvoering van Duitsland) als voortrekker beschouwen maar zien tegelijk dat de zwakke landen (Spanje, Italië, Portugal maar ook Ierland) aan een inhaalslag bezig zijn. Waar de monetaire stimuleringsmaatregelen vooral op ingezet zouden moeten worden is het bevorderen van innovatie, research & development en minder bureaucratie en ten behoeve van de kleine en middelgrote ondernemingen. Vooral Duitsland geeft hierbij het goede voorbeeld. Nu verdwijnt er nog

herstel is immers zeer sterk afhankelijk van de investeringsbereidheid van bedrijven en de kooplust van gezinnen. Een lage rente is daarbij een hulpmiddel maar er moet wel een zekere bereidheid zijn van de betrokken partijen en dat bereik je pas wanneer er vertrouwen is! Ook het risico op hogere grondstofprijzen als gevolg van mondiale politieke spanningen zou het herstel in de kiem kunnen smoren. De ECB blijft indien nodig, de banken voorzien van voldoende en goedkope liquiditeit (zgn. LTRO's, leningen met een looptijd van 3 jaar). De inflatie (thans 1,1%, dus ruim onder de doelstelling van de ECB) vormt in ieder geval geen beletsel voor de voortzetting van dit ruime monetaire beleid.

Van de banken zou wel verwacht mogen worden dat ze in plaats van veilig staatspapier te kopen van de goedkope liquiditeiten deze inzetten voor goedkope leningen aan de bedrijven en gezinnen. De banken zijn meer intern gericht bezig met het op orde brengen van hun balansen dan met hun uitzettingenbeleid. En dat heeft natuurlijk alles te maken met de nieuwe, strenge kapitaaleisen die bekend zijn als "Basel 3".

steeds te veel geld in de kassen van de banken en blijft daarmee buiten de reële economie. De werkloosheid blijft echter op een zorgelijk hoog niveau (ca. 12%) en zou de koopkracht van gezinnen toch beperkt houden.

### Japan telt weer mee

Met enige bewondering maar tegelijk ook verbazing, hebben we het krachtdadige beleid van de Japanse premier Shinzo Abe in de laatste kwartaalberichten extra aandacht gegeven en vastgesteld dat dit beleid (ook wel “Abenomics” genoemd) wel degelijk werkt. Het land heeft 20 jaar geworsteld met een hardnekkig deflatiescenario en lijkt daar nu van verlost. Het gevolg van dit op inflatie gericht beleid is wel dat de rente iets is gestegen met weer als gevolg dat de waarde van Japanse staatsobligaties is gedaald. Het Japanse overheidspensioenfonds (GPIF, het grootste fonds in de wereld) blijkt daardoor nu in ernstige problemen te zijn gekomen omdat ze te sterk is blootgesteld aan dit renterisico.

Ook het jongste Tankan-rapport meldt weer verschillende bepalende indices waarvan de belangrijkste een stevige stijging laten zien. Veel bedrijven hebben hun winstverwachtingen opwaarts bijgesteld. Bovendien is het vertrouwen onder Japanse bedrijven in het derde kwartaal van dit jaar sterk

verbeterd (zelfs het hoogste niveau in zes jaar!). Dit maakt de weg vrij voor belastingverhogingen. Daarnaast verwachten veel bedrijven dat de Yen verder zal dalen hetgeen vooral de op export leunende economie ten goede komt.

Ook de orders voor machines zijn in Japan gestegen tot het hoogste niveau sinds 2008. De werkloosheid liep in augustus wel iets op (met 0,3% tot 4,1%). De economische groei bedraagt zo’n 3,8% en dat is hoger dan gedacht.



### Onze visie:

Naast bewondering voor de effectieve aanpak hebben wij tegelijk enige scepsis; Japan blijft sterk afhankelijk met zijn export naar landen als de VS en China en is daarmee nog steeds te weinig gericht op de interne markt. De eerste stap is gezet in het doorvoeren van belastingmaatregelen (BTW-verhoging) maar er zullen door de politiek structurele maatregelen moeten worden genomen die het groeipotentieel verhogen. Dat is de enige manier om de gigantische staatsschuld in te dammen. Blijft men zich concentreren op het verlagen van de staatsschuld door belastingen te verhogen zal de economie wellicht weer in de gevreesde deflatiespiraal terechtkomen. Is het alleen maar stimulerend kan de Yen onder druk komen door zorgen om de inflatie en de oplopende staatsschuld.

### Opkomende Markten weer in the picture

De berichten rond “tapering” hadden misschien wel de grootste effecten voor de opkomende landen. Zoals bekend stroomde veel van de liquiditeiten welke beschikbaar kwamen door het beleid van de FED in de VS richting deze landen. Mede vanwege het rendement dat daarop werd gemaakt. Nadat de FED dreigde hiermee te stoppen ontstond de vrees dat die geldstroom weer terug richting de VS zou gaan en daarmee de hoge groei van die landen zou frustreren. Vooral de sterke stijging van de valuta’s van veel opkomende landen resulteerde in vermindering van de concurrentiekracht. Deze landen werden plotsklaps duur waardoor hun hoge groei minder werd. Toch zijn die effecten van korte duur en zien we al weer vaker positief nieuws. Vooral vanuit China. Ondermeer de stijging van de inkoopmanagerindex en de sterke exportcijfers. Daarnaast de groei van de industriële productie die weer boven 10% uitkwam. Wat heel bijzonder is, is de realisatie van de eerste vrijhandelszone op het Chinese vasteland in Sjanghai. Zo kunnen buitenlandse bedrijven veel gemakkelijker investeren in dienstverlening, zoals scheepvaart, telecom, entertainment en de zorg. Sectoren die altijd gesloten waren voor buitenlanders. Bovendien wil men als experiment de Chinese munt vrij inwisselbaar maken en de markt de rente laten bepalen. Dit biedt zicht op het slechten van de laatste kapitaalbarrières en dat is in alle opzichten een uniek gebeuren.



## Onze visie:

Onze uitgesproken zorgen in de twee voorgaande kwartaalberichten voor de opkomende landen gaan we zeker niet herhalen. Sterker nog, we zien voldoende lichtpuntjes dat we weer wat enthousiaster zijn voor opkomende landen. De landen zijn minder afhankelijk geworden van de ontwikkelde landen en zeker ook minder kwetsbaar voor de kapitaalstromen uit die landen. Weliswaar op een iets lager groeipad maar de binnenlandse vraag blijft stabiliteit aan die groei geven. En daarmee blijven deze landen hun rol van trekker van de wereldeconomie vervullen.

## **Samenvatting en een voorzichtige conclusie**

We hebben in deze paragraaf heel veel aandacht geschonken aan de op handen zijnde beleidswijziging van de FED en de mogelijke impact hiervan op de wereldeconomie. We hebben ook getracht duidelijk te maken dat wij de monetaire politiek van de VS, Europa en Japan zien als accommoderend. Dat wil zeggen inspeland op (herstel van) de economische groei. Waar nodig “vol gas” waar het iets te hard gaat en de inflatie of de rente een risico vormen “de voet op het gaspedaal”. Dit beleid zal voorlopig doorgaan want noodzakelijk! We zien zeker lichtpuntjes maar zijn er nog lang niet. In die zin zijn we iets minder negatief dan bijv. het IMF (Internationaal Monetair Fonds) die in de jongste World Economic Outlook duidelijk waarschuwt voor de neerwaartse risico's voor de wereldeconomie. Er is in haar beleving dringend actie van beleidsmakers nodig om te voorkomen dat de mondiale economie blijft steken in matige groei.

De implicaties voor ons beleggingsbeleid zijn met onze visie beperkt. We verwijzen hiervoor graag naar het betreffende hoofdstuk.

## **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.

<b>Categorie</b>	<b>Benchmark</b>	<b>31-dec-12</b>	<b>30-sep-13</b>	<b>Performance YTD</b>
<b>Aandelen</b>	MSCI World	1.338,50	1.543,67	+ 15,33%
	AEX (Ned)	342,71	374,92	+ 9,40%
	DAX (Dui)	7.612,39	8.594,40	+ 12,90%
	CAC40 (Fra)	3.641,07	4.143,44	+ 13,80%
	Euro Stoxx 50 (Eur)	2.635,93	2.893,15	+ 9,76%
	Dow Jones Ind (VS)	13.104,10	15.129,67	+ 15,46%
	S&P 500 (VS)	1.426,19	1.681,55	+ 17,91%
	Nasdaq (VS)	3.019,51	3.771,48	+ 24,90%
	Nikkei 225 (Jap)	10.395,18	14.455,80	+ 39,06%
	Hang Seng (Hong K)	22.656,90	22.859,86	+ 0,90%
	MSCI Emerging (Opk. L.)	1.055,20	987,46	- 6,42%
<b>Vastgoed</b>	EPRA (Europa)	1.493,15	1.538,69	+ 3,05%
<b>Obligaties</b>	Ned 3,25% 2011-2021	113,64	110,10	- 3,11%
<b>Volatiliteit</b>	VIX S&P 500	13,36	16,60	+ 24,25%
<b>Liquiditeiten</b>	Eonia (daggeldrente)	0,131	0,179	+ 36,64%

**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?

De aandelenmarkten hebben zich wonderbaarlijk snel herpakt sinds het dieptepunt rond 22 mei 2013. De dag dat Bernanke aangaf het “ruimgeldbeleid” te zullen gaan afbouwen veroorzaakte in eerste instantie een shockeffect, vooral de beurzen buiten de VS hadden daar onder te lijden. De koersstijgingen welke de Amerikaanse beurzen over het eerste halfjaar al hadden laten zien, hebben ze nog verder kunnen uitbouwen. Vooral de technologiebeurs Nasdaq heeft een prestatie van formaat neergezet. Zelfs de gevoelige rentestijging op Amerikaans overheidspapier ten gevolge van die aankondiging door Bernanke, heeft de aandelenkoersen niet echt onderuit gekregen. Blijkbaar lijkt de Amerikaanse economie zich goed aan te passen aan die hogere rente en bovendien zou het stopzetten of afbouwen van het opkoopprogramma van obligaties door de FED nog wel even kunnen worden uitgesteld en misschien zelfs op de lange baan geschoven. Ook de gepubliceerde kwartaalcijfers van de Amerikaanse ondernemingen waren gemiddeld genomen goed te noemen. De Europese beurzen konden vooral profiteren van de beter dan verwachte macro-economische cijfers: in het tweede kwartaal liet de eurozone weer groei zien en werd het schrikbeeld van een langdurende recessie naar de achtergrond geduwd. Het herstel in de opkomende economieën is nog niet overtuigend genoeg hetgeen weerspiegeld wordt op de beurzen. Toch zijn daar de eerste lichtpuntjes gesignaleerd, ondermeer de stijging van de Chinese

export en industriële productie. Ook voor Japan lijkt de opleving nog niet ten einde en profiteren met name de op export gerichte bedrijven. Het is op dit moment niet te overzien of de Nikkei gaat reageren op de nieuwe beleidsplannen van premier Abe. In eerste instantie daalde de Nikkei omdat de verwachting is, dat wanneer de Japanse economie toch zal vertragen door het nieuwe beleid (vooral het verhogen van de belasting op consumptie zal de binnenlandse bestedingen onder druk zetten), de Japanse centrale bank, de BoJ, de geldkraan verder zal openen.

De VIX-index heeft kortstondig een behoorlijke uitslag naar boven laten zien met op 8 oktober een stand van even boven 20. Af en toe laat deze “angstgraadmeter” toch de onzekere stemming onder beleggers zien. Maar absoluut nog niet de paniekstemming op het niveau van sep. 2011 (plm. 43), of okt. 2008 (plm. 60). Maar daar waren natuurlijk wel heel andere redenen voor.....

Als we kijken naar de obligaties dan is het niet verwonderlijk dat deze over de hele linie verloren hebben. Natuurlijk vooral veroorzaakt door de plotse rentestijging in Amerika. Die had zeker nog ernstiger gevolgen voor de obligatiemarkten in de Opkomende Markten. Daar werd een enorme kapitaaluitstroom gemeten met als gevolg verliezen tussen 7 en 8%. Aan die uitstroom lijkt thans een eind gekomen vanwege het voorlopig voortzetten van het opkoopprogramma van de FED.

### 3. Kredietwaardigheid

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	14-okt-13 5Y CDS spread in basispoints	S&P longterm credit rating
Rabobank	62,19	113,68	102,95	96,42	AA-
JPMorgan Chase	87,05	91,43	101,50	91,34	A
UBS	85,66	108,73	110,06	86,42	A
Barclays Bank plc	119,44	151,32	162,89	118,78	A
Deutsche Bank	87,35	118,67	117,53	101,57	A
ING Bank	95,30	171,77	146,57	110,31	A+
BNP Paribas	124,45	157,97	155,25	110,45	A+
Natixis	176,41	191,63	201,24	161,00	A
Société Generale	164,83	193,25	191,61	134,05	A
Commerzbank	133,04	178,31	173,01	143,62	A-
Van Lanschot	Niet beschikbaar	Niet beschikbaar	Niet beschikbaar	Niet beschikbaar	A-
Royal Bank of Scotland	141,64	181,37	240,46	143,44	A-

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 hierboven en hieronder de meest actuele CDS-niveaus. Bron : BNP Paribas en CNBC

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	14-okt-13 5Y CDS spread in basispoints
Griekenland	4431,50	3890,20	1023,52	784,44
Ierland	193,775	177,00	165,00	132,50
Spanje	260,495	265,43	282,00	203,16
Italië	240,00	271,79	281,005	216,81
Portugal	386,56	415,00	480,82	395,00
USA	41,605	32,50	27,67	34,245
Duitsland	42,695	34,16	32,83	22,00
Frankrijk	85,685	76,00	80,83	64,15
Nederland	47,585	57,72	58,50	44,50

#### **Conclusies:**

Omwillen van het inzichtelijker maken van de ontwikkeling dit jaar van deze CDS spreads hebben we in bovenstaande tabellen 4 meetpunten in 2013 opgenomen. Zowel bij de banken als bij de landen zie je dat die spreads behoorlijk zijn ingedikt. Vooral opvallend is het doorzettende herstel van de zgn. landen uit de periferie. Feitelijk de landen waar heel veel ellende in de eurozone begonnen is en het faillissementsrisico toch wel bijzonder groot was wanneer de ECB niet was bijgesprongen. Natuurlijk zijn deze landen nog niet verlost van alle problemen. Maar de veilingen van staatspapier verlopen een stuk beter dan die van vorig jaar. Natuurlijk heeft het geholpen dat de ECB bereid bleek bijna onbepaald leningen van die zwakkere landen op te kopen. Daarmee werden ook andere investeerders gelokt dit papier op te nemen. Vooral ook rendementsgedreven investeerders omdat doorgaans dat papier meer rendement oplevert dan dat van de veiliger gewaande kernlanden.

De inschatting door marktpartijen van het risico bij de grootbanken is ook verder kunnen dalen. Dit beeld wordt bevestigd door de recente bekendmaking door het Basels Comité dat de grote banken bijna voldoen aan de nieuwe internationale kapitaaleisen (bekend onder "Basel 3"). Dat deze cijfers ook iets zeggen over het risicomijdende gedrag van de grootbanken bij het verstrekken van leningen aan de private sector verdient in onze ogen geen lof! Het is al de zestiende maand op rij dat deze kredietverlening daalt, hetgeen een duurzaam economisch herstel in de eurozone moeilijk maakt.

#### **4. Beleggingsbeleid**

De geschetste macro-economische omgeving geeft ons voor de korte tot middellange termijn geen reden drastische ombuigingen in ons beleggingsbeleid door te voeren. Het betekent niet dat we achterover kunnen leunen want er zijn nog steeds risico's. En de zoektocht naar (alternatieve) rendementsbronnen blijft onze aandacht opeisen, zeker ook wanneer het beleggen in de traditionele assets (waaronder vooral reguliere

obligaties) niet meer zo voor de hand liggend is. In onze voorgaande kwartaalbrieven en in dit schrijven, hebben wij als basisscenario beargumenteerd dat we geen grote rentestijging voorzien. Dat uitgangspunt hanteren we nog steeds maar we moeten daar wel wat kanttekeningen bij plaatsen. Ondermeer of de FED in Amerika haar ruimgeldbeleid gaat afbouwen, gaat beëindigen of voortzetten en/of zelfs uitbreiden. Die

keuze zal sterk bepaald worden door economische cijfers en het oplossen van de budgettaire problemen. Wij denken dat men voorlopig zal kiezen voor gematigdheid in het afbouwen; de inflatie in de VS (onder 2%), het herstel in de huizenmarkt, de verbetering van de arbeidsmarkt maken het mogelijk en wenselijk de rente op het huidige, lage niveau te handhaven. Ook in Europa en Japan ligt het voor de hand zowel de korte als lange rente laag te houden omdat het ingezette economische herstel nog te pril en daarmee te broos is. Ook de perifere landen zijn gebaat bij een laag blijvende kapitaalmarktrente.



Voor bijstortingen en geheel nieuwe cliënten nemen wij dus in principe geen standaardobligaties meer op (rente te laag of veel te lange looptijden) maar kijken nog wel naar alternatieven, zoals hoogrendende bedrijfsobligaties en schuld papier van opkomende markten en selectief nog eeuwigdurend, achtergesteld papier. In deze laatste categorie wordt de spoeling wel steeds dunner omdat dit papier in toenemende mate vervroegd kan worden afgelost en/of vervangen door gewone obligaties. Of simpel te duur is! Binnen bestaande portefeuilles handhaven we nog wel eerder ingenomen posities in bedrijfsobligaties wanneer het rendement tot einde looptijd nog aantrekkelijk is en die restlooptijd niet te lang is (staatspapier hadden we al veel eerder verkocht).

De genoemde alternatieve obligatiesoorten kopen we bij voorkeur aan via bestaande beleggingsfondsen. We zijn al zeker een jaar bezig met de aankoop van zgn. hoogdividend aandelen omdat we deze een goed alternatief vinden voor (bedrijf)obligaties en nog voor een interessante cashflow zorgen. We hebben vooral oog voor beleggingsfondsen met een langjarige goede trackrecord (gunstig qua risico-rendementsverhouding) en een lage kostenratio.

Onze niche is uiteraard nog steeds het opnemen van Gestructureerde Producten waarbij we steeds meer zijn afgestapt van producten met een link aan individuele aandelen en overgestapt naar producten met een link aan aandelenindices. Vooral natuurlijk ingegeven door de veel betere spreiding en dito lager risico met een nog steeds gunstig rendementsperspectief. Dat de lage rente ons parten speelt bij het laten construeren van producten met een formele kapitaalsgarantie is al langer aan de orde en hebben we becommentarieerd in eerdere kwartaalberichten. Maar het opnemen van producten met lagere vormen van kapitaalsgarantie (ofwel voorwaardelijke garanties) hebben zeker niet teleurgesteld. Doet het onderliggend actief datgene wat we hoopten, is wel eens een nadeel dat het product daardoor vroegtijdig wordt afgelost! Maar goed, dat is dan altijd een goed teken en valt het voordeel sowieso bij de cliënt.

De portefeuilles van onze cliënten hebben gaandeweg dus wel een verschuiving ondergaan van gestructureerde producten met harde garanties naar producten met een voorwaardelijke garantie en daarnaast meer en meer blootstelling aan beleggingsfondsen, waarbij in principe alle categorieën, thema's en regio's binnen bereik zijn gekomen. Het geschetste beleid zetten wij voort. Ook het met ingang van 1 januari 2014 opgelegde provisieverbod (waarbij ondermeer het betalen van distributievergoedingen door de fondsen aan de branche ten einde komt) staat die keuze voor goede fondsen wat ons betreft niet in de weg. Sowieso hebben wij nooit een grote afhankelijkheid van die provisies gehad! En het verdwijnen van die vergoedingen zal het rendement voor onze cliënten in ieder geval ten goede kunnen komen. En daar draait het toch om!





## 5. Ten slotte

Met dit kwartaalbericht ontvangt u ook weer de uitgebreide kwartaalrapportage. Waar wij eerder als onze verwachting uitspraken dat het rendement dit jaar waarschijnlijk wel zou achterblijven bij dat van vorig jaar, moeten we die verwachting misschien toch wel durven bijstellen. De meeste portefeuilles hebben ondanks de vervelende tijdelijke dip van mei t/m het derde kwartaal een alleszins redelijk rendement in hun portefeuille behaald. Natuurlijk is dat geen enkele garantie voor het gehele verslagjaar 2013 maar wij rekenen op ook een gunstig beleggingsresultaat over het laatste kwartaal. Of er moet zich onverhoeds nog een “zwarte zwaan” aandienen die het eindplaatje nog juist verpest. Daar gaan we maar niet van uit! Want past echt niet in een jubileumjaar, toch?

Dit jaar viert Verwer & Janssen namelijk haar tweede lustrum. Toch een gedenkwaardige mijlpaal, vinden wij. Tien jaar met vele ups en downs. Gelukkig hadden de ups de overhand en staan we nu steviger in onze schoenen dan ooit. We hebben tot op heden nog maar weinig aandacht aan dit heuglijke feit geschonken. Dat gaat het laatste kwartaal van dit jaar uitdrukkelijk veranderen. Op meerdere fronten.

We komen bijv. zeer prominent in De Ondernemer, de veel gelezen tweewekelijkse bijlage bij BN De Stem/PZC waarin een uitgebreid redactioneel artikel aan ons bedrijf wordt gewijd. Nu al willen wij u wijzen op de lezing die wij op donderdag 14 november willen organiseren en het gratis en vrijblijvend deelnemen aan een kansspel. U kunt hierbij meedingen aan het winnen van een volledig verzorgde voetbalreis naar Barcelona voor twee personen met een bezoek aan het prestigieuze Camp Nou-stadion en het bijwonen van een voetbalwedstrijd van FC Barcelona. Het enige wat u moet doen om kanshebber te zijn, is het (zo goed mogelijk) raden van de slotstand van de AEX-index op 31 oktober 2013. U kunt uw voorspelling via de banner op onze website ([www.vermogensmanagers.nl](http://www.vermogensmanagers.nl)) doorgeven uiterlijk 25 oktober 2013. Veel wijsheid en hopelijk kunnen wij u aanwijzen als de gelukkige winnaar! Ook uw aanmelding voor de lezing kan via onze website, maar u kunt ook onderstaande formulieren invullen en per post aan ons sturen.

Zijn er naar aanleiding van dit kwartaalbericht of anderszins nog vragen, laat het horen!

### 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.

=====

## Lezing 14 november 2013

Wij organiseren wederom een lezing op ons kantoor in Roosendaal. De aanvang is om 20.00 uur en de avond duurt tot ongeveer 22.30 uur. Tijdens de lezing zullen we ingaan op onze wijze van vermogensbeheer. Tevens een mooie gelegenheid om ons fraaie kantoor en haar medewerkers nog beter te leren kennen.



Naam :

Adres :

Woonplaats :

Aantal personen :

## Verwer & Janssen Vermogensmanagement bestaat 10 jaar !

### Win een voetbaltrip naar Barcelona.

Vanwege het 10-jarig bestaan van ons bedrijf geven wij een 3-daagse voetbalreis naar een wedstrijd van Barcelona weg voor 2 personen, inclusief vlucht en hotel voor 2 nachten. Voorspel de slotstand van de AEX per 31 oktober 2013 en win deze fantastische prijs. U kunt meedoen via onze website [www.vermogensmanagers.nl](http://www.vermogensmanagers.nl) of via het insturen van onderstaand formulier. Tot 26 oktober kunt u meedoen !



Naam :

Adres :

Woonplaats :

Stand AEX per 31 oktober 2013 :    \_ \_ \_ , \_ \_

VERWER  JANSSEN  
vermogensmanagement

Brugstraat 88 • 4701 LL Roosendaal • Tel: 0165-572900  
info@vermogensmanagers.nl • [www.vermogensmanagers.nl](http://www.vermogensmanagers.nl)