



Inhoud:

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

1. Terugblik en vooruitblik

Het jaar 2014 was in veel opzichten het jaar van de verrassingen. En van de paradoxen. We hebben nog nooit zo gesnakt naar inflatie als in 2014 en er is daar op monetair vlak, een scala aan maatregelen voor getroffen welke niet eerder is vertoond. Het geld wordt bijna weggegeven en sparen wordt dermate ontmoedigd dat je onderhand rente moet betalen om nog iets opzij te “mogen” zetten. Dat in zo’n klimaat beleggen steeds meer voor de hand ligt moge geen verrassing zijn. Toch kunnen we ook niet spreken van een stabiel beursklimaat want bij het minste of geringste onraad slaat de paniek toe. Vooral de dreiging van een eerste renteverhoging in de VS werkte bijna verlamdend. Als we terugkijken op de beurzen in het voorbije jaar valt op dat we wel heel veel beweeglijkheid moesten verwerken. Koersstijgingen werden net zo makkelijk opgevolgd door correcties dat er eigenlijk geen peil op te trekken viel. Degenen die nog maar net zijn gaan beleggen kunnen daar over meepraten. Zij, die bij toeval in 2014 juist zijn ingestapt ná een daling hebben waarschijnlijk rendement; de anderen die relatief duur zijn ingestapt zitten misschien met een kleine kater. Krijgen we in 2015 een consistenter beeld? Moeilijk te voorspellen met zoveel onzekere ontwikkelingen en toenemende geopolitieke spanningen in de wereld. We gaan toch trachten de echte kansen voor 2015 te ontdekken. Een ding is zeker: beleggen blijft het enige alternatief! Of geldt voor de pessimisten onder ons dan toch maar weer de “oude sok”? Al zullen we bij de keuze voor beleggen bereid moeten zijn genoeg te nemen met wisselende resultaten en dat onder een blijvend volatiel gesternte, kansen zijn er in onze ogen zeker nog. En waarbij de sok in onze optiek uitdrukkelijk niet thuishoort...

Economie in vogelvlucht

Verenigde Staten, de groei is terug

We zagen natuurlijk in voorgaande kwartalen steeds meer tekenen van duurzaam economisch groeiherstel in de VS, maar de jongste publicatie van de cijfers over de Amerikaanse arbeidsmarkt bevestigen dit herstel nu definitief. In december kwamen er 252.000 nieuwe banen bij en werd het eerder over november naar

buiten gebrachte cijfer fors opwaarts bijgesteld met zelfs een banengroei van 353.000. Ook het werkloosheidspercentage is gedaald van 5,8 naar 5,6, waarmee het laagste werkloosheidspercentage is bereikt sinds juni 2008. Deze cijfers maken dat 2014 het beste jaar op de Amerikaanse arbeidsmarkt is sinds 1999. Bovendien komt daarmee het streefcijfer van de Fed voor de definitie van evenwichtswerkloosheid wel

heel dichtbij (zijnde 5,2 tot 5,5%). We zagen al eerder dat zowel bedrijven als consumenten meer vertrouwen kregen in de economische toekomst. Ook de huizenmarkt blijft verbeteren. De Amerikaanse economie groeide over het derde kwartaal van 2014 met 5% (op jaarbasis), nadat die in het tweede kwartaal reeds piekte op 4,6% (na een extreem slecht eerste kwartaal door de strenge winter). De Amerikaanse economie lijkt steeds meer op eigen kracht te herstellen. Wat wel een beetje tegenviel was de loonontwikkeling waarbij het gemiddelde uurloon over december daalde met 0,2%. Gekoppeld aan de fors gedaalde energieprijzen lijkt dit een snelle renteverhoging door de Fed niet dichterbij te brengen. Ook de sterke stijging van de dollar maakt het logisch de eerste rentestap nog even uit te stellen. De inflatie schijnt zich gezond te ontwikkelen richting 2%. Mochten de groeicijfers inderdaad van blijvende aard zijn en zelfs nog verder aantrekken en de energieprijzen tijdelijk

gedaald zijn, om daarna weer te stijgen, zal de renteverhoging wel al kunnen plaatsvinden in april 2015. Dat is niet ons scenario.

Ook het bericht van 14 januari van een onverwacht sterke daling van de winkelverkoop in de VS doet vermoeden dat de groei wellicht wat aan het terugvallen is, hetgeen een spoedige rentestap weer minder voor de hand liggend maakt.



Onze visie:

Het fabelachtig ruime geldmarktbeleid van de Fed, de Amerikaanse centrale bank, is in oktober 2014 op één onderdeel beëindigd. Het opkopen door de Fed van obligaties met maandelijks 85 miljard dollar werd al afgebouwd sinds 2013 tot nog slechts 15 miljard, en is dus in oktober echt stopgezet. Dit stopzetten is door de markt goed verwerkt. Het andere onderdeel van het ruimhartige stimuleringsbeleid, het hanteren van een bijna nulrente, zal ook eens worden verlaten. Wanneer dit proces geleidelijk plaatsvindt, en de rente in stapjes van steeds 0,25% wordt verhoogd, zal de Amerikaanse economie dit ook goed kunnen absorberen. We mogen ook niet vergeten dat de inflatieontwikkeling in de VS dermate rustig verloopt dat een voorzichtige aanpak van de Fed zeer wel mogelijk is. Vooralsnog gaan wij uit van drie renteverhogingen van elk 0,25% dit jaar. We verwachten ook voor 2015 dat de Amerikaanse economie zijn groeitempo voortzet en dat de groei ook sterker zal zijn dan in Europa. Of we hiermee meer inzetten voor Amerikaanse aandelen is niet zo gemakkelijk te stellen. We verwijzen in dit verband naar de paragraaf over ons beleggingsbeleid.

Europa, blij met een zwakke euro

Nu de rente op meerdere fronten historisch gezien op een laagte record staat lijkt dit instrument uitgewerkt. Hoewel de ECB altijd gepleit heeft voor het nastreven van prijsstabiliteit en daarmee het bestrijden van inflatie tot haar kerntaak rekent, ziet ook zij in dat de andere kant, namelijk het belanden in een periode van deflatie, de economische groei langdurig kan dwarsbomen. Teneinde de haperende kredietverlening toch nog een impuls te geven zal de ECB zich gaan bedienen van onorthodoxe maatregelen. Maatregelen welke tot voor kort ondenkbaar waren en feitelijk een grootschalige aankoop van staatsobligaties impliceren. Deze vorm van kwantitatieve verruiming zou de opmaat moeten zijn de inflatie in Europa aan te wakkeren. Verwacht wordt dat daardoor alleen de renteversillen tussen de noordelijke kernlanden en het zuiden, de

periferie, gaan afnemen. Dit zou ook de aantrekkelijkheid van het schuld papier in het zuiden doen verhogen ten nadele van de Duitse Bund en Nederlands Staatspapier. Of hiermee de kredietverlening in die landen aantrekt valt nog maar te bezien. Wanneer de koersdaling van de euro ten opzichte van vooral de dollar doorzet zou dat wel een behoorlijke impuls aan het bedrijfsleven geven.

Europese producten worden daarmee immers een stuk aantrekkelijker. En als effect van de zwakke euro wordt de import duurder en importeer je feitelijk ook een vorm van inflatie.

En laten we niet uit het oog verliezen, lagere prijzen in de sfeer van lagere energie- en grondstoffenkosten, lage rentelasten en beperkte loonkostenstijging bieden voor

het bedrijfsleven ook voordelen in de vorm van meer concurrentiekracht en betere winstmarges. Doorzettend herstel van de omzetten en dito ondernemerswinsten maken Europese aandelen op termijn weer aantrekkelijk om in te beleggen.

Onze visie:

Ook in eerdere kwartaalbrieven toonden wij ons geen groot voorstander van het opkopen van reusachtige pakketten (staats) obligaties omdat het niet leidt tot hetgeen waar het voor bedoeld is. Namelijk een soepeler kredietverstrekking aan ondernemers en gezinnen. In plaats daarvan spint de belegger er garen bij en leidt het tot een waardecreatie op de beurzen. Naast dit beleid van monetaire verruiming zullen er ook investeringen op gang moeten komen ten einde de Europese economie een zetje te geven. De particuliere sector kan dan het stokje van de overheid overnemen, en weer vertrouwen krijgen. Daarnaast zullen er ook in veel landen structurele hervormingen moeten worden doorgevoerd. Het een staat niet los van het ander! En als een land als bijv. Griekenland geen bereidheid toont daaraan mee te werken, laat ze vertrekken uit de eurozone. We kunnen niet elk land aan het handje blijven nemen!

En laten we zeker niet alleen de negatieve kanten van deflatie belichten. Wanneer deflatie slaat op de negatieve loon- en prijs-spiraal, dan heb je de kwalijke deflatie. Wanneer prijzen van goederen en diensten dalen als gevolg van toename van de arbeidsproductiviteit of lagere grondstof- en energiekosten bij gelijkblijvende of zelfs gestegen inkomens, dan dragen de gestegen reële inkomens bij aan de consumptieve bestedingen en een groei van de economie. Of we in Europa exclusief te maken hebben met deze goede vorm van deflatie is niet helemaal bewijsbaar maar het effect van dalende olie- en grondstoffenprijzen is zeker voelbaar op het algemene prijspeil. En dat is een gezonde situatie.



Japan, “Abenomics” krijgt versterking

Waar Europa met zijn stimuleringsmaatregelen achteraan komt (we weten immers nog steeds niet met hoeveel miljard de ECB haar balans gaat oppompen voor het aankopen van staatsobligaties), de VS al weer aan het afbouwen zijn, loopt Japan nu voorop met het verzinnen van nieuwe lists. Eind oktober kondigde Japan onverwacht aan het monetaire stimuleringsprogramma fors uit te breiden. Simpelweg door de bankpers aan te zetten. Dit had direct een scherpe koersdaling van de yen tot gevolg. De concurrent van Japan ziet dit als een start van een valutaoorlog. Steeds meer landen die handelspartner van Japan zijn zien hun eigen munt sterker worden en daarmee een verslechtering van hun concurrentiepositie. Waar mogelijk verlagen landen hun

Bovendien is de consensus verwachting dat de wereldeconomie in 2015 een groei laat zien van 3,8%. Ook Europa zal daarvan kunnen profiteren met een zwakke euro. Hoe blij kan je zijn met een zwakke eigen munt.

rente om daarmee ook hun munt te doen verzwakken. Maar waar die rente al praktisch op nul staat kent het rentewapen zijn grenzen. En wordt al gauw besloten een opkoopprogramma van schuldpapier te starten zoals Japan en de ECB. Japan wordt nu beschuldigd van een valutaoorlog. Feitelijk niet bedoeld om de binnenlandse vraag te stimuleren maar om vraag uit het buitenland weg te snoepen. En dat wordt als concurrentie vervalsing beschouwd. Vooral de opkomende landen krijgen hier last van. Het begin van een handelsoorlog? Vooralsnog profiteert Japan sterk, vooral de Japanse exporteurs vergroten hun winstgevendheid. En dat vertaalt zich weer in fors stijgende beurskoersen.

Onze visie:

Of Japan met het fors opendraaien van de geldkraan veel sympathie heeft gekregen is twijfelachtig. En of het helpt de inflatie te verhogen lijkt ook twijfelachtig. Zeker door de lagere olieprijs (en Japan is in grote mate afhankelijk van de import van olie) zal de inflatie verder kunnen afnemen hetgeen nieuw stimulerend beleid afdwingt. Wat wel verbetert is de concurrentiepositie van Japan door de lage yen. De economie kan extra vaart krijgen door ook grotere binnenlandse vraag. Door de al torenhoge staatsschuld kan Japan moeilijk nog een extra begrotingsimpuls inzetten en heeft ze naar dit wapen gegrepen. De goede stemming op de beurs kan het optimisme weer een boost geven en de investeringen op gang helpen. We zien de Japanse economie eindelijk in een fase belanden van bestendige lichte groei. En vergeet niet dat de levensstandaard in Japan hoog is kunnen blijven ondanks de deflatoire staat van het land gedurende bijna 20 jaar.

Opkomende Markten, meeliften op het herstel?

We weten dat de meeste opkomende landen sterk afhankelijk zijn van het economisch groeiherstel van de ontwikkelde economieën. En ook van het geld van investeerders uit deze landen. Bovendien hebben nogal wat bedrijven uit de opkomende landen obligaties in dollars uitgegeven om hun expansie te financieren. Nu de dollar flink oploopt en ook de rente in de VS zal stijgen lopen deze landen enorme risico's.

Alleen al de totale schuld van de bedrijven bedraagt circa \$ 2100 mrd en driekwart daarvan luidt in dollars. Deze bedrijven zijn extra kwetsbaar omdat ze hun omzet

doorgaans genereren in lokale valuta welke sterk in waarde dalen ten opzichte van de dollar. We hebben al eerder aangegeven dat je de Opkomende Landen niet over één kam kunt scheren en ze eigenlijk niet kunt beoordelen als groep. Dit valt mooi te illustreren aan de hand van de prijsontwikkeling van olie. Je zou zeggen dat veel opkomende landen gebaat zijn als grote energie-importeur van de enorme daling van de olieprijs. Dat is juist. Maar je ziet ook de te grote afhankelijkheid van olie producerende landen als Rusland, Nigeria, Venezuela, Angola, Brazilië, Ecuador etc.

Onze visie:

Per saldo denken we dat deze lage olieprijs gunstig zijn voor de wereldwijde economische groei. Ook een aantal van de Opkomende Landen zal hiervan gaan profiteren, zeker degenen die over grote deviezenreserves in harde valuta beschikken en relatief weinig gefinancierd zijn met buitenlands kapitaal. Wij denken dat landen als China en India als grote olieconsumenten voordelen uit de lagere olieprijs kunnen halen. Maar ook landen met een al goed ontwikkelde infrastructuur (bijv. Zuid-Korea) kunnen meeliften op het mondiale herstel. We mijden bewust de opkomende economieën in Latijns-Amerika en Oost-Europa met een te grote afhankelijkheid van de grondstoffenprijzen en geven de voorkeur aan opkomende Aziatische landen. China zag zijn groei in het derde kwartaal weliswaar wat terugvallen (naar 7,3%) maar de Chinese regering zal alles in het werk stellen middels overheidsinvesteringen de economie aan te jagen. Hoopgevend is de exportstijging in december met 9,7% en een fabelachtig groot handelsoverschot van bijna \$ 50 mrd in december. Selectief zijn wij dus zeker niet negatief voor een aantal opkomende landen.

Samenvatting en een voorzichtige conclusie

De extreme daling van de olieprijs maakt het mogelijk dat de wereldeconomie sneller kan groeien dan eerder verwacht. Als vuistregel geldt dat een daling van 20% in de olieprijs zich vertaalt in een extra groei van 0,4% van de wereldeconomie. De paniekstemming die in eerste instantie uitbrak kreeg een andere dimensie. Natuurlijk snijdt het mes aan twee kanten. Landen en bedrijven uit de oliesector die niet kostendekkend kunnen produceren bij deze lage olieprijs krijgen het moeilijk. Lagere energiekosten zullen in onze visie uiteindelijk ten goede komen aan de consument en het bedrijfsleven. Daarnaast speelt natuurlijk voor een aantal regio's de stevige verzwakking van de eigen munt tegenover de dollar. Vooral het euroblok alsmede Japan, gecombineerd met de verruimende monetaire maatregelen en lage rente, zullen uiteindelijk van invloed zijn op het economisch klimaat.

We verwachten dan ook dat de beurzen zich minder rentegedreven gedragen en meer bepaald gaan worden door stijgende winsten van bedrijven. Onontbeerlijk daarbij zijn een verder herstel van het ondernemers- en

consumentenvertrouwen. Volgens de Wereldbank zijn er echter grote risico's bij dat laatste en wijst zij op het lage vertrouwen bij consumenten en bedrijven en de beperkte ruimte bij centrale banken om rentes te verlagen. Zij verwacht een economische groei dit jaar van 3% en volgend jaar 3,3% (tegenover eerdere ramingen van resp. 3,4% en 3,5%). Het bevestigt wel onze eerdere stelling dat de wereldeconomie niet in een recessie zal belanden.

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	31-dec-14	31-dec-13	Performance YTD
Aandelen	MSCI World	1.709,67	1.661,07	+ 2,93%
	AEX (Ned)	424,47	401,97	+ 5,60%
	DAX (Dui)	10.027,02	9.552,16	+ 4,97%
	CAC40 (Fra)	4.272,75	4.295,95	- 0,50%
	Euro Stoxx 50 (Eur)	3.146,43	3.109,00	+ 1,20%
	Dow Jones Ind (VS)	17.823,07	16.576,66	+7,52%
	S&P 500 (VS)	2.058,90	1.848,36	+ 11,39%
	Nasdaq (VS)	4.736,05	4.176,59	+ 13,40%
	Nikkei 225 (Jap)	17.450,77	16.291,31	+ 7,12%
	Hang Seng (Hong K)	23.592,43	23.306,39	+ 1,23%
	MSCI Emerging (Opk. L.)	956,31	1.002,69	- 4,63%
	Vastgoed	EPRA (Europa)	1.934,02	1.594,90
Obligaties	iShares Euro Corp Bond	128,40	121,60	+ 5,59%
	iShares Euro High Yield	108,27	110,085	- 1,65%
	iShares EUR Gov.Bnd 5-7	150,78	140,24	+ 7,52%
	iShares EUR Gov.Bnd 7-10	202,32	177,71	+ 13,85%
	JPM Em.Mkt.Bnd Index	449,808	418,041	+ 7,60%
Volatiliteit	VIX S&P 500	19,20	13,72	+39,94%
Liquiditeiten	Eonia index (daggeldrente)	0,144	0,446	-67,7%

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?

Vooral de Europese beurzen hebben het door de band genomen maar matig gedaan in 2014. Wanneer we enkel de begin-en slotstanden in ogenschouw nemen springen de AEX en Duitse Dax Xetra er nog redelijk positief uit met koersrendementen van 5 á 6%. Dit in tegenstelling tot wederom de zeer fraaie resultaten van de Amerikaanse indices.

Waarbij bijv. de Dow Jones index zelfs op 26 december een alltime high realiseerde van ca 18.053 punten. Zou je vanuit de euro in deze markten hebben belegd komt daar ook nog de sterke koersstijging van de dollar tegenover de euro bij. Dan kom je inclusief dividend al gauw op een jaarrendement van 25%! Ook de Japanse Nikkei liet zich niet onbetuigd. En Japanse aandelen zouden wel eens dé verrassing kunnen worden van 2015.

Dat onze AEX index het jaar nog met een kleine 6% kon afsluiten mag bijna een wonder heten. Feitelijk is die eindzege te danken aan een onverwachte kerstrally; nadat begin december de AEX nog een hoogste stand van 432 had bereikt sinds 2008, werd dat record weer teniet gedaan door de scherpe daling van de olieprijs. En daalde de index zelfs nog onder het niveau van eind 2013. Sowieso kende de AEX een heel grillig verloop. Het jaar begon heel weifelend waarbij de spanningen tussen Rusland en Oekraïne voor veel onrust zorgden. De rust leek terug gekeerd en de markt wist zich te herstellen tot ruim 418 begin juli. De vliegtuigcrash in Oekraïne (neerhalen van de MH17) zorgde voor nieuwe koersdalingen. Het voorzichtige herstel daarna werd in oktober alweer teniet gedaan door zorgen over de wereldeconomie. Degene die steeds op de goede momenten was ingestapt en bij de pieken had winstgenomen had zeker een resultaat van tientallen procenten gemaakt! Maar dat zal maar voor weinigen zijn weggelegd.

In ons vorige kwartaalbericht spraken we onze verbazing al uit over de nog steeds torenhoge rendementen op obligaties. Waar we veel eerder al waren afgehaakt nog te beleggen in vooral staatsobligaties vanwege de in onze ogen niet realistische hoge koersniveaus (en daardoor bijna nulrendementen) kunnen we daar alleen maar spijt van hebben. De hang van beleggers naar veiligheid heeft zich vertaald in wederom een ware koersrally op staatsleningen van vooral de kernlanden in het eurogebied maar ook het Amerikaanse schuld papier was nog steeds geliefd. Vreemd wanneer je in

aanmerking neemt dat de Fed haar opkoopprogramma van treasuries in oktober heeft stopgezet en de verwachting heerst dat de rente vroeg of laat gaat oplopen in de VS. Wat natuurlijk heeft meegeholpen is de daling van het inflatiepeil in Europa en de overtuiging dat de ECB aan de vooravond staat van vergaande monetaire steunmaatregelen en dito opkoopprogramma's van obligaties (zoals de Fed dat eerder deed en nu door de BoJ, de centrale bank van Japan op grote schaal wordt toegepast).

Naast obligaties heeft het beursgenoteerd vastgoed een enorme aantrekkingskracht op de belegger uitgeoefend. Of deze ontwikkeling doorzet is moeilijk in te schatten. Maar het hoge dividendrendement doorgaans blijft aantrekkelijk voor de belegger en vormt vanuit spreiding een interessante asset.

De High Yield obligatiemarkten hebben eind van het jaar toch wel een forse correctie ondergaan waardoor het jaar met uiteindelijk een min werd afgesloten. Met name het hoogrentende schuld papier van aan de olie-industrie gerelateerde bedrijven zijn door de gedaalde olieprijs onder sterke koersdruk gekomen. De Amerikaanse schalieoliebedrijven kunnen het moeilijk krijgen om hun expansieplannen mogelijk te maken door de lastiger wordende toegang tot de kapitaalmarkt.

De grilligheid van de markten heeft wel duidelijk gevolgen voor de VIX gehad. Niet vreemd dat de angst onder beleggers is toegenomen door de velerlei spanningen in de wereld. En dat zal voorlopig niet minder worden.

3. Kredietwaardigheid

Bron : BNP Paribas	16-jan-14	03-jul-14	14-jan-15	S&P longterm	S&P Outlook (*)
Issuer	5Y CDS spread in basispoints	5Y CDS spread in basispoints	5Y CDS spread in basispoints	credit rating	
Rabobank	68,68	47,37	49,53	A+	negatief
Royal Bank of Scotland Holding	112,43	114,38	56,72	A-	negatief
UBS	66,26	47,61	49,51	A	negatief
Barclays Bank plc	89,38	65,41	53,49	A	negatief
ING Bank	84,58	60,12	58,96	A	negatief
BNP Paribas	82,62	64,20	70,50	A+	negatief
Natixis	112,00	66,00	68,01	A	negatief
Société Generale	100,88	78,13	96,22	A	negatief
Commerzbank	112,93	80,60	84,61	A-	negatief
Van Lanschot	Niet beschikbaar	Niet beschikbaar	Niet beschikbaar	BBB+	negatief

Landen	16-jan-14 5Y CDS spread in basispoints	03-jul-14 5Y CDS spread In basispoints	14-jan-15 5Y CDS spread In basispoints
Griekenland	524,23	447,95	1406,46
Ierland	107,82	46,345	51,045
Spanje	126,00	66,50	97,35
Italië	149,65	96,50	138,675
Portugal	272,05	160,65	203,105
USA	28,50	16,79	16,14
Duitsland	23,00	20,19	17,895
Frankrijk	50,00	41,00	47,05
Nederland	34,57	30,50	21,155

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

Conclusies:

Bij de banken zijn de verzekeringspremies in de loop van 2014 gemiddeld genomen verbeterd, in sommige gevallen zelfs fors verbeterd. Dit beeld past feitelijk ook bij het "oppoetsen" van de balansen als onderdeel van de jongste stresstest van de ECB. Opmerkelijk is de ratingverlaging van Rabobank door Standard & Poor's van AA- naar A+. De motivatie is gelegen in de kwaliteit van het leningenboek dat door dit ratingbureau niet langer beter wordt bevonden als van andere instellingen met een vergelijkbare rating. De verlaging heeft geen noemenswaardig effect gehad op de risico-opslag.

Bij de landen zijn er wel opmerkelijke veranderingen zichtbaar, vooral de laatste weken sinds de dreiging van een Grieks verlaten van de euro. Met name de Europese perifere landen hebben terug last van een oplopende CDS, hetgeen zich vertaalt in weer hogere staatsrentes, die in de periode daarvoor zo hard waren gedaald.

4. Beleggingsbeleid

In de vorige editie stonden wij uitgebreid stil bij het proberen schetsen van de beleggingsomgeving. Een omgeving die bepaald wordt door heel vreemdsoortige factoren welke de volatiliteit hebben doen toenemen. We noemden toen factoren als de nooit zo lage rente in de kernlanden van de eurozone, Japan en de VS, de wereld welke als gevolg van toenemende geopolitieke spanningen steeds meer in brand lijkt te staan, het spookbeeld van deflatie in Europa en Japan, het door de ECB bijna weggeven van geld om maar een impuls te geven aan de kredietverstrekking, het zelfs invoeren van een vorm van strafrente aan de banken bij het onderbrengen van overtollige liquiditeiten bij de ECB, ECB en Fed met tegengesteld beleid, een euro die duidelijk verzwakt ten opzichte van de dollar en last but not least in het laatste kwartaal een olieprijsdaling van meer dan 50%. De marktomgeving zal in onze visie gekenmerkt blijven door toenemende volatiliteit.

Tellen we daarbij op dat er een reusachtig bedrag liquide aan de zijlijn is geparkeerd wat potentieel belegd moet gaan worden, dan moeten we met deze wetenschap toch trachten een verantwoord beleggingsbeleid te formuleren. Tegelijk moeten we de nodige disclaimers opnemen omdat we ook totaal andere uitkomsten kunnen krijgen. We roepen in herinnering de term "zwarte zwanen" en dan weet de goede lezer genoeg...

Met de nodige "mitsen en maren" gaan we weer proberen voor 2015 een beleid te bepalen met de volgende uitgangspunten:

- We benadrukken onze voorkeur voor Europese aandelen omdat we denken dat die volop kunnen profiteren van de ruimere kredietverstrekking door de banken en het loskomen van meer opdrachten door de overheden. De daling van de energie-en grondstoffenprijzen is nog niet klaar en betekent een verbetering van de concurrentiepositie van Europese bedrijven. Met daarbij verbeterde winstmarges. Ook uit oogpunt van waardering denken we dat Europese aandelen ondergewaardeerd zijn ten opzichte van Amerikaanse.
- Zijn Amerikaanse aandelen dan uit de gratie? Neen, zeker niet maar we zijn op een andere manier naar die aandelen aan het kijken en zoeken dan vooral naar defensieve bedrijven.
- Bedrijven uit de opkomende landen, met name die uit de Aziatische regio, kunnen profiteren van het herstel wereldwijd.
- De laag blijvende rente op obligaties van de kernlanden maakt het interessant te beleggen in schuldpapier van de perifere landen in de eurozone: er is al duidelijk waarneembaar dat de rentes van de kernlanden en de perifere landen naar elkaar toegroeien (convergentie).
- De ingezakte markt voor "High Yield" obligaties biedt op deze lage niveaus ook weer aardige instapmogelijkheden. Daarbij is het wel geboden het kaf van het koren te scheiden, m.a.w. vooral te focussen op high yield fondsen met geen exposure aan de oliesector.
- Nu de inflatie laag is en zelfs neigt naar deflatie zou het wel eens heel interessant kunnen worden zgn. "inflation linked bonds" op te nemen. Die zijn behoorlijk in koers gedaald en daarmee zou een voorschot worden genomen op het moment wanneer de inflatie weer de kop opsteekt. We volgen hierbij geen Japan scenario (waarbij deflatie al bijna twee decennia duurt).
- Vastgoed en Hoog-dividend aandelen blijven onze voorkeur genieten.
- We zijn in deze marktomgeving gecharmeerd van zgn. "low volatility"- strategieën. Het beleggen in laagvolatiele aandelen hoeft niet te betekenen dat dit ten koste gaat van het rendement. Integendeel!
- We houden rekening met een verdere koersstijging van de dollar en zoeken daarom ook, voor de in aanmerking komende portefeuilles, investeringen in dollar luidend.
- Het mag geen verrassing heten dat we meer inzetten op aandelen dan op obligaties, uiteraard binnen de ruimte van het afgesproken risicoprofiel.

5. Ten slotte

We begonnen ons betoog met de opmerking dat het jaar 2014 een jaar van verrassingen en paradoxen was. Dat beeld vinden we ook terug in de cliëntportefeuilles. We hebben nog nooit, kwartaal op kwartaal, zo'n sterk uiteenlopend rendement gezien als in 2014, mede afhankelijk uiteraard van het gekozen risicoprofiel.

Zijn er bij u als cliënt of trouwe lezer naar aanleiding van dit kwartaalbericht vragen of opmerkingen, leg ze gerust aan ons voor. In een persoonlijk gesprek kunnen we deze trachten te beantwoorden.

Rest ons u en de uwen een in alle opzichten profijtelijk en gezond Nieuwjaar te wensen.

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.