

Inhoud

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



1. Terugblik en vooruitblik

We namen met positieve gevoelens afscheid van het beursjaar 2013 en verwelkomden het nieuwe jaar met optimisme. De AEX-index lag er met een stand van boven 400 immers blakend van gezondheid bij en leek de opmars in het eerste kwartaal gemakkelijk te kunnen voortzetten. Zo zagen wij ook de mondiale economische ontwikkelingen met vertrouwen tegemoet. De weerslag hiervan hebben we kunnen zien aan de opperbste stemming op de belangrijkste beurzen. Toch kregen we in dit eerste kwartaal ook uit onverwachte hoek tegenwind waardoor de stemming plotsklaps dreigde om te slaan. De groeimotor China begon te haperen net nadat het “tapering” verhaal vanuit de VS een beetje was verwerkt door de markten. Of er werd tenminste wat genuanceerder over gedacht. De ongebreidelde groei van zgn. schaduwbankkredieten in China deed denken aan de aanloop naar de bankencrisis in de Westerse wereld. De Amerikaanse economie had duidelijk last van de strenge winter. Toen de wereld bovendien nog werd opgeschrikt door de bezetting van de Krim door de Russen, leek definitief de omslag bereikt. Toch denken we daar nu minder paniekerig over en richten we onze blik op de verbeterde economische groeicijfers en de gemiddeld genomen nog steeds goede winstgroeiervwachtingen van bedrijven. We zien het nog steeds zitten met beleggen maar zijn daarin wel selectief...

Economie in vogelvlucht

Verenigde Staten, wat willen we nu: groei of niet?

Het begint meer en meer op obsessief gedrag te lijken, zó dat markten reageren op wel of niet handige uitspraken van de opvolgster van Bernanke, de nieuwe Fed-voorzitter Janet Yellen, welke hintten op een renteverhoging. En vooral welke termijn ze daarbij voor ogen heeft. Al sinds eind 2012 weten we dat de Fed de hoogte van de beleidsrente, de zgn. Federal Funds Rate koppelt aan de hoogte van de werkloosheid. Steeds werd gezegd dat bij het bereiken van een werkloosheid

van 6,5% de centrale bank zou beginnen met het verhogen van deze rente. Daarnaast hadden de steunaankopen van obligaties (Kwantitatieve Verruiming, QE) er voor gezorgd dat ook de 10-jaarsrente in de VS was gedaald tot ongekend lage niveaus. Alleen al de aankondiging in december 2013 dat begonnen zou worden met het afbouwen van deze stimuleringsmaatregelen (“tapering”), had een schrikteffect tot gevolg. Dalende obligatie- en

aandelenkoersen waren het gevolg. De rente op 10 jaar was intussen daardoor al boven de 3% terecht gekomen.



Onze visie:

Wij verwachten, gezien het voorgaande, dat de Fed funds rate nog geruime tijd (tot zeker eind 2015) zal worden gehandhaafd tussen 0 – 0,25% en de 10-jaarsrente in die zelfde tijd in een nauwe bandbreedte beweegt tussen 2,5 en 3,5%. In onze ogen nog steeds goed passend bij de staat waarin de Amerikaanse economie zich bevindt. Toch merken we op dat ook hier schijn bedriegt! Wij herhalen wat we in eerdere kwartaalbrieven al als onze visie naar buiten brachten: de werkloosheid oogt zich goed te ontwikkelen en ook het aantal nieuwe banen (in maart gegroeid met 192.000) lijkt te duiden op aantrekkende economische groei, maar laat onverlet dat er nog steeds een grote groep onzichtbare werklozen is die niet wordt meegeteld. Deze groep heeft waarschijnlijk de moed opgegeven naar werk te zoeken. Of het betreft mensen die part-time werken terwijl ze op zoek zijn naar een full-time baan.

Het wrange is dat de belegger wel blij is met deze ontwikkelings van gematigde economische groei en een kwetsbare arbeidsmarkt. Hij blijft daarmee zicht houden op een laag blijvende rente en de Fed blijft goedkoop geld in de economie pompen. Een uitstekende voedingsbodem voor aantrekkende beurskoersen. Hoe raar kan het gaan...Er breekt bijna paniek uit wanneer de economie te hard groeit!

Het afbouwen met genoemd bedrag van USD 10 mrd betekent bovendien dat de Fed de facto nog steeds voor ongeveer USD 75 mrd steunaankopen maandelijks verricht. Er zal in onze visie pas sprake kunnen zijn van renteverhoging zodra de Fed dit programma geheel heeft afgebouwd! En nu wordt zelfs rekening gehouden met daarna nog eens een uitstel van zes maanden. Maar dan?

Het gekrakeel in het Congres tussen Democraten en Republikeinen over het maximaal toegestane schuldenplafond is voorlopig verstomd. Dit plafond is tijdelijk verhoogd tot 15 maart 2015. We horen er niets meer over maar hebben het wel over een staatsschuld van 17 biljoen dollar! De perikelen rond de begroting krijgen weer hun hoogtepunt rond 30 september 2015 wanneer het Congres weer haar goedkeuring hieraan moet geven. Tot die tijd lijkt een crisis bezworen. We krijgen een ander scenario wanneer inderdaad tegen die tijd de rente op schatkistpapier is verhoogd en die enorme schuldenberg tegen de dan hogere rente moet worden gefinancierd. Dan zijn de gevolgen nauwelijks te overzien...Voorlopig is er nog lang geen sprake van een crisis en zal het ons beleggingsbeleid niet drastisch veranderen. Bovendien zijn de signalen over een weer aantrekkende economie na de strenge winter in de VS positief.

Europa naar een negatieve rente?

Het klinkt bizar maar we moeten een rente lager dan nul zeker niet uitsluiten. Waar we al eerder hebben gewezen op de steeds maar verder dalende inflatie naar in november 2013 0,7%, waardoor de ECB de rente toen opnieuw had verlaagd, moeten we nu al denken aan een nog lagere inflatie. En in het slechtste geval aan deflatie met alle mogelijke nadelige effecten van dien!

Het werkloosheidspercentage is weliswaar bijna tot het gewenste niveau gedaald, toch is nu door de Fed het standpunt ingenomen dat ze zich nog niet kan permitteren die beleidsrente te verhogen. Waakzaamheid noemt men dat! Er zijn nog te veel kwetsbaarheden welke het economisch groeipad

kunnen dwarsbomen. Ook bij het afbouwen van de steunmaatregelen is Yellen bereid qua tempo aan te passen mochten de omstandigheden daar aanleiding toe geven. Met andere woorden het verminderen met USD 10 mrd per 6 weken dat de Fed vergadert, zou wel eens nog meer kunnen worden gematigd.

Het wordt dan ook tijd dat de ECB met ruimer dan gebruikelijk beleid komt, waarbij zelfs onconventionele middelen niet worden geschuwd.

We konden in het laatste kwartaal van 2013 al constateren dat de Europese economie van een recessie was beland in een fase van lichte groei.

Deze te magere en dus kwetsbare groei, gekoppeld aan een hoog blijvende werkloosheid (van ongeveer 12%) en in maart zelfs een inflatie van slechts 0,5%, maakt een actievere opstelling van de ECB gewenst. De vraag is tot welke hoogte en op welk moment Draghi voor de ECB ongebruikelijke instrumenten gaat inzetten om enerzijds toch te blijven waken voor prijsstabiliteit (de hoofdtaak van de ECB) en tegelijk de economie een boost te geven.

Blijkbaar is men er nog niet uit. De druk wordt wel verder opgevoerd. De ECB zou nog een Refirenteverlaging kunnen doorvoeren (van nu 0,25% naar 0%) maar ook een vorm van Kwantitatieve Verruiming (zoals QE in de VS) kunnen inzetten. Zeg maar het opkopen van staatsobligaties door de ECB.

Onze visie:

Al dit soort middelen zijn lapmiddelen zolang de banken zo halsstarrig zijn hun overvloedige kasgelden te blijven stallen bij de ECB tegen zelfs een nulrente in plaats van aan te wenden voor het verstrekken van krediet. Daar zijn ze uiteindelijk primair voor bedoeld. Zelfs het invoeren van een negatieve rente zal daar niet echt bij helpen, vrezen wij! De banken zijn nog steeds te veel intern gericht en bezig met hun slechte leningen op de balans en richten zich te weinig op expansie. Wat daarbij ook speelt is dat het voor de banken straks moeilijker wordt nog geld op te halen. Voor hun zgn. "funding" waren banken altijd ook al afhankelijk van het plaatsen van obligaties. Nu er een Europees akkoord ligt waarbij in de toekomst ook obligatiehouders van probleebanken moeten mee-bloeden bij problemen, zou dat de kredietratings van banken kunnen raken. Dit zal betekenen dat de belegger een hogere rente verlangt als een soort risico-opslag wanneer banken geld willen ophalen op de obligatiemarkt. Als dat de "funding" duurder maakt zal dat ook doorwerken in de prijs van de te verstrekken leningen aan bedrijven en gezinnen.

De ECB zou beter de banken kunnen ontdoen van hun slechte leningen door deze in een aparte "badbank" onder te brengen. Hoe zo'n badbank gefinancierd wordt is aan de politiek. Misschien wel met de uitgifte van eurobonds? Wanneer de banken vervolgens weer werk gaan maken van hun kredietbedrijf, dus de private sector weer voorzien van voldoende en betaalbare munitie, zal de economie weer kunnen draaien en zal de inflatie vanzelf weer kunnen toenemen. Dit betekent niet dat de banken achterover kunnen gaan leunen; stresstests en balansversterking zullen nodig blijven. En een bank kost wat kost overeind houden kent zijn grenzen! Het zou ook de zwakkere Europese landen uit de periferie kunnen helpen wanneer ze weer een sterk en goed functionerend bankwezen binnen haar landsgrenzen heeft. De definitieve komst van de bankenunie kan dit alleen maar bevorderen.

En een negatieve rente? Het zou eindelijk ook een lagere euro kunnen bewerkstelligen en daarmee Europa aantrekkelijker maken om zijn producten maar ook om te investeren. En via duurdere importprijzen tegelijk de inflatie wat kunnen aanwakkeren. Meerdere vliegen in één klap!

Al met al verwachten wij aan het rentefront geen spectaculaire wijzigingen. We zien de convergentie van de rentevoeten tussen de kernlanden en de perifere landen verder toenemen. Dat wil zeggen dat deze rentes verder naar elkaar toe bewegen. Wij beschouwen als Europese benchmark de Duitse 10-jaarsrente en verwachten dat deze zich de komende twee jaar beweegt in een bandbreedte van ca. 1,5 – 2,25%. De Refirente van de ECB zou in die periode kunnen bewegen tussen 0 – 0,25%. We verwachten dat het renteverskil (als uitdrukking van risico) tussen Duitsland en



Zelfs Jens Weidmann, de Duitse Bundesbank-president verzet zich hier niet langer tegen mocht het inderdaad dreigen uit te monden in een deflatiescenario. Ook de steeds sterker wordende euro draagt bij aan dit deflatiescenario, zeker waar importen betaald met dure euro's, steeds goedkoper worden. Hij sluit een verdere renteverlaging door de ECB niet uit, ook niet als de rente daarmee onder nul zou zakken.

de perifere landen verder afneemt tot ongeveer 1,5 -1,75%. De werkloosheid blijft met 12% veel te hoog en een blijvend probleem want waarschijnlijk structureel van aard.

De nog lage economische groei in de eurozone zou bij goed beleid kunnen versnellen. Vooral door concurrentievoordeel. Dit maakt ook beleggen in Europese bedrijven met een relatief lage waardering, aantrekkelijk. We verwijzen hier reeds naar ons beleggingsbeleid.

Japan, is het medicijn dan nu al uitgewerkt?

Japan was een oude zieke man. Welk medicijn je ook toediende, niets hielp! Tot dat Shinzo Abe in december 2012 aan het roer kwam te staan. De kerngedachte was om de Japanse economie een boost te geven en definitief te verlossen van het deflatiespoek.



Het arsenaal aan middelen wat Abe ter beschikking had was reusachtig met als doel Japan weer op het pad te

krijgen van nominale groei: nieuwe fiscale maatregelen, expansieve monetaire politiek en structurele hervormingen. Vooral de particuliere sector moest weer vertrouwen krijgen en het geld doen rollen. Daardoor verbeteren via belastinginkomsten automatisch de staatsfinanciën en de vooruitzichten voor het bbp. Dit pakket, bekend onder de naam “Abenomics”, heeft in 2013 een geweldige revival teweeg gebracht.

Naast het verdringen van de deflatie, melden veel Japanse bedrijven weer een sterke winstgroei en toont ook de bevolking zich tevreden met dit beleid. Alleen de jongste cijfers duiden weer op terugval van de consumptieve bestedingen en werden de economische groeicijfers over 2013 neerwaarts bijgesteld. Zelfs de inflatie, als kerndoel van het regeringsbeleid, daalde in februari naar 2%. De gevreesde Btw-verhoging die nog maar sinds 1 april wordt doorgevoerd, zou de consumptie verder kunnen doen krimpen en feitelijk het hele experiment om zeep kunnen helpen.

Onze visie:

De kans dat het experiment mislukt achten wij klein. De verhoging van de consumptietaks van 5% naar 8% onttrekt weliswaar zo'n Yen 6.000 mrd (€ 42 mrd) aan de economie maar daar staan voor eenzelfde bedrag extra stimuleringsmaatregelen van de overheid en belastingverlagingen elders tegenover. Gevaar is wel dat kortstondig de economie last heeft van teruglopende consumptieve bestedingen. Hetgeen niet geheel kan worden gecompenseerd door de export of door hogere overheidsuitgaven. In hoeverre staan daar nominale loonsverhogingen tegenover? Bovendien is er een einde gekomen aan de koersdaling van de Yen waardoor ook de export dit jaar wat is teruggevallen. Voor het daadwerkelijk opnemen van beleggingen lijkt het wat te vroeg. De Japanse beurs heeft absoluut een mooie performance laten zien in 2013 (waar wij helaas niet echt van hebben geprofiteerd door ons terughoudend beleid voor Japan) maar dat mooie plaatje zal in 2014 niet kunnen worden geëvenaard. Bovendien blijft de Japanse staatsschuld in onze ogen veel te hoog met circa 250% van het totale BBP en zullen er veel meer structurele hervormingen moeten worden doorgevoerd. Vooral op de arbeidsmarkt, verdere liberalisering van de te strakke wetgeving op het vlak van werkgelegenheid, hervormingen in de landbouw, minder strenge immigratieregels waar een krappe arbeidsmarkt geldt, maar ook vergrijzing in al zijn facetten.

Opkomende Markten, voorzichtigheid geboden!

We zijn er niet helemaal gerust op. Naast economische tegenwind zien we steeds meer opkomende landen ook geconfronteerd worden met politieke onrust. Vooral door de terugtrekkende beweging van Westerse investeerders zijn we getuige geworden van de kwetsbaarheid van deze veelal jonge economieën. Het

zijn landen die te veel gericht zijn op export en daardoor te afhankelijk zijn geworden van het buitenland, veelal de ontwikkelde economieën. China heeft daarin duidelijk keuzes gemaakt en is veel meer bezig zich te richten op de binnenlandse economie en met name tracht de overheid de kredietzeepbel door te

prikken. Ondanks die terugval blijven de economische groeicijfers tot de verbeelding spreken.

Beleggen is alleen niet meer zo vanzelfsprekend en dient zeer selectief te worden benaderd. Wat dat betreft lijken aandelen de voorkeur te moeten krijgen ten opzichte van schuldpapier.

Waar we nog wel voorzichtig zijn in die keuze is dan niet de lokale munt te kiezen maar bijv. de dollar.



Onze visie:

Mits China niet verder verzwakt denken wij dat de schade gaat meevallen. De Chinese regering heeft bewust aangestuurd op afzwakking om vooral de huizenprijsontwikkeling wat af te remmen en de (schaduwbank-)kredietverlening te beperken. Daarnaast heeft men een scala aan hervormingen klaarliggen wat feitelijk een structureel lagere groei moet inluiden. Het is lastig een goede inschatting te kunnen maken van de huidige staat van de Chinese economie en welk beleid men nu precies voorstaat. Het land beschikt over fabelachtige deviezenreserves, een relatief lage staatsschuld, enorme binnenlandse spaartegoeden en een structureel begrotingsoverschot, waardoor de beleidsbepalers voldoende speelruimte hebben om het economische groeitempo te managen. Die groei zal in onze ogen robuust kunnen blijven en niet veel lager dan 7% bedragen. Daarmee zal China haar positie als tweede economie ter wereld glansrijk kunnen handhaven. Daarnaast kampt ook China met vergrijzing en vormt het milieu een tijdbom.

De andere opkomende landen hebben weliswaar veel last ondervonden van de terugtrekkende beweging van Westerse investeerders maar de daardoor optredende verzwakking van de eigen valuta tegenover de dollar en euro zal ze uiteindelijk helpen om hun economie weer in balans te krijgen en hun tekort op de lopende rekening te verlagen. Wij zijn niet bang dat de lagere economische groei in deze landen het herstel in de ontwikkelde economieën zal frustreren. Een positief effect zou kunnen zijn dat door verminderde vraag vanuit deze landen de grondstoffenprijzen verder dalen wat juist weer positieve werking heeft voor de volwassen landen.

Beleggen in deze landen zal met omzichtigheid worden omkleed.

Samenvatting en een voorzichtige conclusie

We kunnen in grote lijnen ons in het vorige kwartaal ingenomen standpunt herhalen dat vooral door de steunmaatregelen van de centrale banken zowel de Amerikaanse als de Europese economieën uit het slop zijn geraakt en we wereldwijd zijn behoed voor een diepe recessie. Hoewel we vraagtekens plaatsen bij de ingeslagen weg in Japan en de mogelijk lagere groei van China en de overige opkomende economieën, zijn we gemiddeld genomen toch positief gestemd en zetten we in voor een gunstig beleggingsklimaat. De focus zal echt liggen op de volwassen economieën, waarbij Europa (lees: ECB) zich voorlopig moet blijven bedienen van onorthodoxe stimulerende maatregelen. Ook het IMF stelt op moment van schrijven in zijn halfjaarlijkse doorlichting van de mondiale economie (World Economic Outlook) dat de mondiale economie de wind steeds beter in de zeilen krijgt.

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

2. Benchmarken

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-mrt-14	31-dec-13	Performance YTD
Aandelen	MSCI World	1.673,87	1.661,07	+ 0,77%
	AEX (Ned)	403,21	401,97	+ 0,31%
	DAX (Dui)	9.555,91	9.552,16	+ 0,04%
	CAC40 (Fra)	4.391,50	4.295,95	+ 2,22%
	Euro Stoxx 50 (Eur)	3.161,60	3.109,00	+ 1,69%
	Dow Jones Ind (VS)	16.457,66	16.576,66	-0,72%
	S&P 500 (VS)	1.872,34	1.848,36	+ 1,30%
	Nasdaq (VS)	4.198,99	4.176,59	+ 0,54%
	Nikkei 225 (Jap)	14.827,83	16.291,31	-8,98%
	Hang Seng (Hong K)	22.151,06	23.306,39	-4,96%
	MSCI Emerging (Opk. L.)	994,65	1.002,69	- 0,80%
Vastgoed	EPRA (Europa)	1.679,33	1.594,90	+ 5,29%
Obligaties	iShares Euro Corp Bond	124,12	121,60	+2,07%
	iShares Euro High Yield	109,08	110,085	-0,91%
	iShares EUR Gov.Bnd 5-7	143,90	140,24	+2,61%
	iShares EUR Gov.Bnd 7-10	186,12	177,71	+4,73%
	JPM Em.Mkt.Bnd Index	434,32	418,041	+3,89%
Volatiliteit	VIX S&P 500	13,88	13,72	+1,17%
Liquiditeiten	Eonia index (daggeldrente)	0,688	0,446	+ 54,26%

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 benchmarken 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?

Ten opzichte van vroeger getoonde overzichten hebben wij gemeend een paar wijzigingen te moeten doorvoeren. En dat betreft de categorie "obligaties".

Deze assetclass lieten wij in het verleden alleen vertegenwoordigen door één enkele obligatie van de Nederlandse Staat op te nemen. En daarmee deden wij deze toch heel belangrijke categorie enorm tekort. Aangezien in de loop der jaren het vastrentend deel steeds meer gedaantes heeft gekregen qua invulling hebben wij gekozen voor de meest gebruikte subklassen in het traditioneel zeer grote spectrum: euro bedrijfsobligaties, euro hoogrentende obligaties, euro staatsobligaties 5-7 en 7-10 jaars en ten slotte schuld papier Opkomende Landen.

Wat direct opvalt zijn de magere rendementen in de belangrijkste aandelen indices, wanneer je tenminste de begin- en eindstanden neemt van het eerste kwartaal.

Gedurende het kwartaal werden er wel degelijk dikke plussen gescoord maar ook dieptepunten.

We kunnen dit mooi illustreren als we naast het begin en slot wat tussenstanden van de AEX noteren:

1/1 (401,79); 15/1 (408,62); 5/2 (382,65); 18/2 (401,62); 3/3 (388,19); 6/3 (400,06); 14/3 (382,65); 31/3 (403,21). De dieptepunten van 5 februari en 14 maart (beide 382,65) hadden duidelijk te maken met paniek.

Toch vinden we het hoopgevend dat in het eerste kwartaal het aantal beursgangen met bijna de helft is toegenomen in vergelijking met een jaar eerder en is daarmee de actiefste driemaandsperiode sinds het eerste kwartaal 2011 (239 bedrijven kregen een beursnotering en haalden ruim 32 miljard euro op).

Wat vooral opvalt is de sterke performance van het beursgenoteerd vastgoed en de verschillende obligatieindices. Blijkbaar vormden zij toch weer de "veilige havens" wanneer de aandelenmarkten last hebben van winstnemingen. Bij beleggers is de risicoaversie toegenomen door de verslechterde vooruitzichten voor opkomende markten (waaronder China, Turkije, Brazilië) en de mogelijke escalatie van de spanningen in

Oekraïne. Naast het aantrekkelijke dividendrendement van vastgoedaandelen wereldwijd (circa 3,5%) lijken de prijzen van vastgoed onder invloed van een aantrekkende economie verder te herstellen.

Daarnaast vormt vastgoed een zekere bescherming tegen toekomstige inflatie, al speelt dat laatste nu niet.

3. Kredietwaardigheid

We frissen nog even het geheugen op wat in dat verband CDS-spreads ons nu feitelijk zeggen. Wat de kredietwaardigheid betreft is het kijken naar de marktperceptie van het kredietrisico in de vorm van CDS-spreads voor ons een bruikbaar instrument dan alleen te kijken naar de rating of de uitslag van de stresstest. De cds-markt wordt gezien als een goede indicator, omdat deze instrumenten sneller bewegen. De marktpartijen die zowel koper als verkoper zijn, zijn namelijk banken en hedgefondsen in plaats van pensioenfondsen, die gewoonlijk beleggingen langere tijd vasthouden. Zoals u intussen van ons gewend bent tonen wij met enige regelmaat de jongste CDS-spreads. Zeg maar de verzekeringspremie op het niet terugbetalen van een aan een bank of land verstrekte lening. Niet alleen wanbetaling dus door de banken, maar ook door de landen. Ook in dit kwartaalbericht geven wij de meest actuele CDS-niveaus:

Banken Issuer	09-jan-13 5Y CDS spread in basispoints	08-jul-13 5Y CDS spread in basispoints	16-jan-14 5Y CDS spread in basispoints	10-apr-14 5Y CDS spread in basispoints	S&P longterm credit rating
Rabobank	62,19	102,95	68,68	65,48	AA-
JPMorgan Chase	87,05	101,50	67,75	57,67	A
UBS	85,66	110,06	66,26	57,63	A
Barclays Bank plc	119,44	162,89	89,38	76,89	A
Deutsche Bank	87,35	117,53	87,34	71,27	A
ING Bank	95,30	146,57	84,58	67,13	A
Citigroup	116,66	128,94	70,34	77,90	A-
BNP Paribas	124,45	155,25	82,62	68,52	A+
Natixis	176,41	201,24	112,00	90,00	A
Société Generale	164,83	191,61	100,88	87,35	A
Commerzbank	133,04	173,01	112,93	99,30	A-
Van Lanschot	Niet beschikbaar	Niet beschikbaar	Niet beschikbaar	Niet beschikbaar	BBB+
Royal Bank of Scotland	141,64	240,46	112,43	143,64	A-

Bron : BNP Paribas

Landen	09-jan-13 5Y CDS spread in basispoints	08-jul-13 5Y CDS spread in basispoints	16-jan-14 5Y CDS spread in basispoints	10-apr-14 5Y CDS spread in basispoints
Griekenland	4431,50	1023,52	524,23	416,87
Ierland	193,775	165,00	107,82	71,30
Spanje	260,495	282,00	126,00	89,50
Italië	240,00	281,005	149,65	114,00
Portugal	386,56	480,82	272,05	167,90
USA	41,605	27,67	28,50	17,19
Duitsland	42,695	32,83	23,00	21,50
Frankrijk	85,685	80,83	50,00	49,00
Nederland	47,585	58,50	34,57	31,20

Bron: CNBC

Conclusies:

We hebben een aantal peildata ook in 2013 opgenomen om daardoor meer inzicht te krijgen in de evolutie van deze risico-opslagen. De constatering die we al deden in de vorige kwartaalbrief blijven valide. Met andere woorden we

zien een steeds verdere verkleining van de risico-opslag en daardoor ook kleiner wordende renteversillen tussen de sterke en de perifere eurolanden. Dit duidt op een verlaging van het door marktpartijen ingeschatte risico op non-betaling. Voor de landen zelf betekent dit dat men gemakkelijker weer de obligatiemarkt kan betreden voor het aantrekken van nieuwe leningen of herfinancieren van oude leningen. Niet alleen gemakkelijker maar vooral ook goedkoper. Illustratief hiervoor is de rente waartegen Spanje bijv. nu kan lenen. Begin april leende Spanje voor 5 jaar tegen 1,769%, en dat was zelfs lager dan de VS die 1,795% moest betalen. Op 24 juli 2012 piekte de rente van Spanje op 7,4% tegenover een Amerikaanse vijfjaarsrente van 0,54%! Door de uitspraken van Draghi toen, dat de ECB alles zou doen wat nodig was om de euro te redden, konden de rentes in de periferie hard gaan dalen. Vanaf die tijd vond er convergentie plaats. De rentes in de zgn. kernlanden gingen stijgen terwijl die in de periferie zijn gaan dalen. Beleggers durfden blijkbaar weer risico's te nemen met leningen aan de zwakkere landen. Daarmee werd de rentelast voor die landen ook een stuk draaglijker.

De banken lijken steeds beter in staat voldoende kapitaalbuffers aan te leggen om te kunnen voldoen aan de gestelde kapitaaleisen. Dit heeft in ieder geval de CDS-spreads fors kunnen verlagen. Voor banken in de eurozone geldt vanaf 2018 een "leverage-ratio" van 3%. Ofwel: van het balanstotaal van de banken moet 3% eigen vermogen zijn. Toch wordt deze ratio al weer als te gering beschouwd en zou worden aangedrongen op een verhoging tot ongeveer 6%. Deze eis legt wel een grote claim op de uitleencapaciteit van banken. En zij waren al steeds minder bereid hun kredietverstrekking te verhogen. Wel een voorwaarde om daarmee de economie draaiende te houden en een oppepper te geven. Als die nog hogere kapitaaleis gaat gelden zullen de banken zo'n € 500 mrd moeten ophalen. En of dat gaat lukken? Voorlopig worden de banken als behoorlijk veilig beschouwd en hebben de CDS-spreads een nog iets verdere daling ondergaan.

4. Beleggingsbeleid

Het moge duidelijk zijn dat wij, op basis van onze analyse van de mondiale economische ontwikkelingen, eigenlijk positiever naar de markt kijken dan we eerder misschien suggereerden. Steeds worden we opgeschrikt door onverwacht onheil of berichtgeving met een (geo)politieke lading, steeds weer staan we versteld van de wijze waarop de markt deze berichtgeving verwerkt. Eigenlijk is de onrust van korte duur en is het al snel "business as usual". We illustreerden dit aan de hand van het AEX-koerspatroon van dit eerste kwartaal, waarbij zichtbaar werd dat de dips én kortstondig waren én niet gepaard gingen met grote omzettingen. De weg omhoog werd dan ook weer snel gevonden. De regio's waar het werkelijk om draait, kunnen blijkbaar een stootje verdragen.

We hebben gedurende het verslagkwartaal nauwelijks gemuteerd. De portefeuilles zijn gemiddeld genomen goed blijven liggen en heel incidenteel hebben we wat

andere accenten aangebracht. De landen en regio's waarin wij beleggen zijn stabiel en de blootstelling aan kwetsbare debiteuren hadden we al lang verlaagd tot volledig beëindigd. We moeten blijven vaststellen dat de extreem lage rente ons bijna dwingt alternatieve wegen te bewandelen dan wel producten te kiezen met voorwaardelijke kapitaalsgaranties of lagere vormen van garantie. Dat is tot op vandaag goed gelukt en heeft doorgaans geen windeieren gelegd. En eigenlijk bevalt dat goed, ook met het oog op de toekomst.

Wij stellen vast dat er onder analisten grote mate van consensus bestaat dat Europa bezig is aan een inhaalslag tegenover vooral de Verenigde Staten. Wij zijn hierop goed gepositioneerd door onze keuze voor gestructureerde producten welke gebouwd zijn rond Europese indices of beleggingsfondsen met een duidelijk Europese exposure.



De voorwaarden welke we in deze context kunnen laten verbinden aan deze gestructureerde producten zijn als volgt samen te vatten:

- Geen formele harde kapitaalsgarantie op de einddatum (vooral als gevolg van de te lage kapitaalmarktrente en de lage CDS-spreads; dit laatste indiceert ook het veel lagere debiteurenrisico) maar voorwaardelijke vormen.
- De voorwaardelijke kapitaalsgarantie is wel dusdanig dat er hele veilige buffers zijn ingebouwd. Met andere woorden een onderliggend actief (meestal een aandelen index of mandje met aandelen of beleggingsfondsen) mag wel tot 40 á 50% dalen ten opzichte van zijn startniveau, voordat de garantie gevaar loopt.
- Daarnaast is het vaak mogelijk een hefboom te creëren; dat betekent dat een stijging van het onderliggend actief extra wordt beloond. Wanneer bijv. een onderliggende index met 10% is gestegen deze stijging met een factor 150 of 200 (en soms zelfs meer) tot uitkering wordt gebracht boven de nominale waarde en dan resulteert in een eindwaarde van 115 of 120% (in dit voorbeeld van een stijging met 10%).

Ook ons beleggingsfondsen palet blijven we vernieuwen op basis van onze voorkeuren maar ook kostenratio. De afschaffing van distributievergoedingen op fondsen met ingang van 1 januari 2014 (alsmede het wettelijk ingevoerde algehele provisieverbod) heeft weliswaar behoorlijke impact op het “Verdienmodel” van banken maar ook vermogensbeheerders net als wij, maar maakt de productvoorwaarden in principe voor de belegger en u als cliënt wel beter! Waar fondsen aan dit verbod geen gevolg geven zullen wij die fondsen niet meer opnemen in onze cliëntportefeuilles.

Wij hadden in eerdere kwartaalberichten al onze voorkeuren aangegeven maar willen daar nu wel een kanttekening bij plaatsen waar het “Opkomende Markten” betreft. Gelet op de groter wordende onzekerheden en de duidelijk bij de Ontwikkelde Markten achterblijvende economische groei, stellen wij ons gereserveerder op. Dat betekent niet dat we geen enkele positie meer opnemen maar verlangen dan of kapitaalsgarantie en/of een garantie op basis van forse buffers.

De lagere waardering voor Europese bedrijven maakt dat we daar wel meer kansen zien en zoals aangegeven invulling aan willen blijven geven, hetzij middels gestructureerde producten hetzij middels fondsen. We kijken uitdrukkelijk ook weer naar de vastgoedsector. Het vastgoed lijkt te gaan profiteren van een aantrekkende economische activiteit wereldwijd. Ook de laag blijvende obligatierente doet beleggers weer warmlopen voor de aantrekkelijke dividendrendementen van vastgoedaandelen.

5. Ten slotte

Allereerst een huishoudelijke mededeling:

Verwer & Janssen heeft in de loop der jaren een enorme ontwikkeling doorgemaakt. Een ontwikkeling niet alleen in sterke toename van aantallen cliënten en groei van het onder beheer genomen vermogen maar ook in de ingebruikneming van een nieuw kantoor en de uitbreiding van het aantal medewerkers. Ook het ondernemingsplan is door de jaren heen regelmatig bijgesteld omdat ook de wet-en regelgeving dat noodzakelijk maakte. Steeds hebben we de aanpassingen en de logistieke processen bijna geruisloos kunnen implementeren in onze organisatie. Soms waren wij genoodzaakt een aantal van die veranderingen ook vast te leggen in onze overeenkomsten met derden of met u als cliënt. De meeste van onze cliënten hebben intussen de laatste versie van de Vermogensbeheer overeenkomst voor akkoord getekend en toch moeten we weer al een wijziging aanbrenge. En dat betreft de maatregel dat vanaf 1 januari 2014 er een wettelijk provisieverbod is ingevoerd. Een aantal cliënten is daarover reeds geïnformeerd, een groot aantal zal tussen nu en enkele weken een zgn. addendum ontvangen waarin een en ander nader wordt geregeld. Dit betekent dat wij als vermogensbeheerder of vermogensadviseur geen enkele provisie meer mogen ontvangen noch provisie mogen betalen voor zover deze samenhangen met de portefeuille van een cliënt. Ook voor het tot stand komen van een relatie mogen wij niet langer een vergoeding verstrekken, zeg maar een zgn. aanbrengvergoeding. Uiteraard tonen wij ons voorstander van dit provisieverbod en hechten wij grote waarde aan een zuivere en transparante vergoeding voor onze dienstverlening.

Met andere woorden wij willen alleen nog betaald worden rechtstreeks door onze cliënten aan wie wij op voorhand onze verdiensten in de vorm van beheer-of adviesloon kenbaar maken. Dat wij u hierover lastig moeten vallen vinden wij vervelend maar rekenen op uw begrip.



En dan aandacht voor het 10-jarig bestaan:

Met veel genoegen blikken wij terug op een zeer geslaagde viering van ons 10-jarige jubileum in de Kinopolis te Antwerpen, waar zo'n 250 genodigden getuige van waren. Niet alleen de massale opkomst maar ook de hartverwarmende reacties stemmen ons dankbaar. Het is door U dat wij dit konden vieren. Het is door U dat wij bestaansrecht hebben. Dank daarvoor. De ten doop gehouden bedrijfsfilm werd goed onthaald. Deze film is ook terug te zien op onze website: www.vermogensmanagers.nl

Onze aanwezige gasten bij de viering op 3 april 2014 konden zich uitstekend vermaken in de mooie ambiance van Kinopolis. We konden de genodigden, denken we toch, een programma aanbieden met voor elk wat wils. We willen u in dit kwartaalbericht nogmaals laten proeven van de sfeer en laten herbeleven wat er die avond voorgeschoteld werd.



Was u niet in de gelegenheid hierbij aanwezig te zijn, hopen wij toch u binnen afzienbare termijn te ontmoeten. Al was het alleen maar om de portefeuille te bespreken en last but not least de resultaten van uw beleggingen te evalueren!

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

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.