

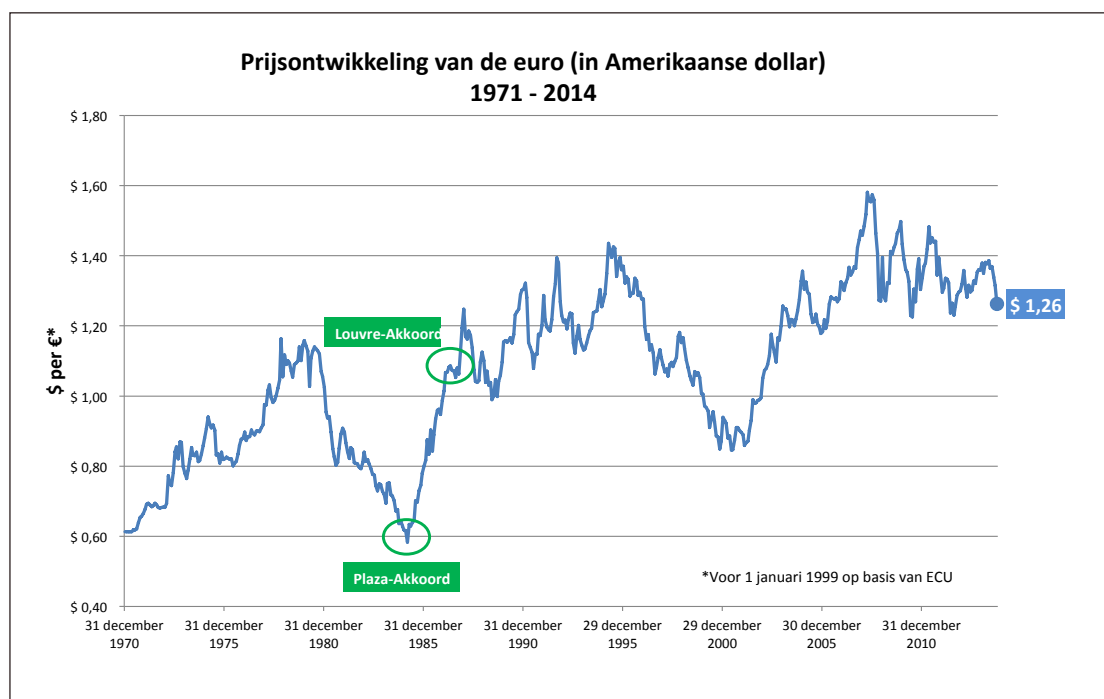


Amsterdam, oktober 2014

Geduld is een schone zaak.... zeker bij beleggen. We hebben er even op moeten wachten maar in het derde kwartaal lijkt de economische ‘zwaartekracht’ dan eindelijk vat te hebben gekregen op de euro. Voor onze beleggingsportefeuilles is dit goed nieuws. Waarom dat zo is, en wat er in het afgelopen kwartaal nog meer gebeurde, leest u in de inleiding van deze Strategiebrieven.

Valutapolitiek is door de jaren heen een zeer krachtig instrument gebleken om economische problemen te bestrijden. Door de marktprijs van de eigen munt te verlagen, wordt de concurrentiepositie van het bedrijfsleven versterkt. Het stelt landen daarmee effectief in staat een deel van de ‘rekening’ aan

haar handelspartners te presenteren. De inzet van dit wapen kan dan ook tot grote spanningen tussen landen leiden. Dit hoeft echter niet altijd het geval te zijn. Soms vormt het de weg van de minste weerstand en stemmen handelspartners er, uit welbegrepen eigenbelang, mee in.



The Plaza Hotel, New York

De meest bekende voorbeelden van dergelijke valuta-akkoorden zijn ongetwijfeld het Plaza-Akkoord (september 1985) en het Louvre-Akkoord (februari 1987), waarbij de Verenigde Staten, Frankrijk, West-Duitsland, het Verenigd Koninkrijk en Japan afspraken maakten over de wisselkoers van de Amerikaanse dollar. In 1985 werd overeengekomen dat de Amerikaanse munt mocht verzwakken om zo protectionistische maatregelen van de Amerikaanse overheid te ontlopen. Het Amerikaanse bedrijfsleven leed op dat moment sterk onder de dure dollar. Door het restrictieve monetaire beleid van Federal Reserve-voorzitter Volcker was de koers van de Amerikaanse munt in korte tijd 50% opgelopen. Het Plaza-Akkoord bleek bijzonder effectief, in anderhalfjaar verzwakte de dollar weer met 50%. In 1987 werd daarom door dezelfde landen overeengekomen dat de koers van de dollar weer zou moeten stabiliseren. Om dit mogelijk te maken, stemden de deelnemende landen het fiscale en monetaire beleid op elkaar af. Hoewel het meer moeite kostte om de financiële markten te overtuigen, heeft ook het Louvre-Akkoord zijn waarde bewezen.

Valutapolitiek wordt echter niet altijd openlijk bedreven en bezegeld met akkoorden. Vanaf 2003 mocht de Amerikaanse dollar, zonder gemor, sterk verzwakken om na het uit elkaar spatten van de 'internet bubble' een diepe recessie in de Verenigde Staten af te wenden. Meer recent heeft Japan de ruimte gekregen van haar belangrijkste handelspartners om haar yen te devalueren als onderdeel van het op economische groei gerichte 'Abenomics'-programma. De yen depreciëerde in 2013, ten opzichte van de euro, met ruim 18%.

Nu lijkt het de beurt aan de euro. Om het gevaar van het ontstaan van een deflatoire spiraal te bestrijden heeft de Europese Centrale Bank, onder aanmoediging van het Internationale Monetaire Fonds, besloten financiële activa op te gaan kopen en zo extra euro's op de markt te brengen. De dollarprijs van een euro daalde in anticipatie het achterliggende kwartaal reeds van \$ 1,37 naar \$ 1,26, een daling van 8%. Het nadrukkelijke zwijgen van Washington en Tokyo kan, ons inziens, als instemming worden opgevat. Voor zowel de Verenigde Staten als Japan vormt de malaise in de eurozone, een belangrijke afzetmarkt voor beide landen, een bedreiging voor de eigen economie. Voor de Verenigde Staten geldt als bijkomend voordeel dat een wat duurder wordende dollar de opwaartse druk op het algemene prijspeil (inflatie) vermindert. Hierdoor krijgt de Federal Reserve meer tijd om haar monetaire beleid te normaliseren.

Optimale Mix, de bakermat voor de door ons beheerde maatwerkportefeuilles, heeft in het derde kwartaal sterk geprofiteerd van de verzwakking van de euro. Door onze keuze om meer dan 50% van de portefeuille buiten de euro te beleggen, werd de valutaire rugwind goed benut. Dit kan misschien wel het best worden geïllustreerd aan de hand van de **0,375% US Treasury 2016**, een kortlopende Amerikaanse staatlening, die wij in maart 2013 aan onze portefeuilles hebben toegevoegd en begin augustus nog verder hebben uitgebreid. Deze obligatie is door ons niet geselecteerd op het aanvangsrendement, maar omdat het een efficiënte manier was om Amerikaanse dollars op te nemen in uw euro-effecten depot. Door de verzwakking van de euro leverde deze 'saaie' belegging in het derde kwartaal een rendement op van maar liefst 7%!

Onze best presterende belegging in het achterliggende kwartaal was echter **Wisdom Tree Japan Hedged Equity Fund**. Dit fonds, dat in Japanse aandelen belegt maar waarbij geen blootstelling wordt verkregen aan de Japanse yen maar aan de Amerikaanse dollar, rendeerde in het derde kwartaal maar liefst +15%. Overigens droegen nagenoeg alle beleggingen positief bij aan het portefeuilleresultaat het afgelopen kwartaal. Alleen de Europese aandelenbeleggingen noteerden per saldo een klein verlies. Tegenvallende economische ontwikkelingen, mede als gevolg van de Russische importsancties, maakten dat de Europese aandelenmarkten een stapje terugdeden.

De samenstelling van onze beleggingsmix is in het derde kwartaal licht aangepast. Zo hebben wij (gedeeltelijk) winstgenomen op **LSP Life Sciences Fund**, **Dimensional Emerging Markets Targeted Value Fund**, **Morgan Stanley Frontier Markets**

Fund en Markets Vector Russia ETF waardoor de aandelenweging per saldo afnam tot circa 52% aan het einde van het kwartaal. **Mint Tower Arbitrage Fund** is daarentegen nieuw opgenomen in onze Optimale Mix (zie ook Strategiebrieven september).

Rendement in 2014 (t/m september)	in lokale valuta	in euro
MSCI World Index	+4,7%	+11,6%
MSCI Europe Index	+4,5%	+4,5%
S&P 500 Index (\$)	+6,7%	+16,5%
MSCI Emerging Markets Index	+2,9%	+9,5%
Nederlandse staatsobligaties	+8,5%	+8,5%
Europese bedrijfsobligaties	+6,8%	+6,8%
HFRX Global Hedge Fund Index	+1,3%	+1,1%
Goud (\$)	+0,2%	+9,4%
Olie, Brent (\$)	-14,6%	-6,7%

In bovenstaande tabel vindt u ons vertrouwde overzicht van beleggingsgraadmeters. Wanneer deze naast die uit de Strategiebrieven van juli wordt gelegd, valt op dat de rendementen voor de aandelenmarkten in lokale valuta nauwelijks zijn gewijzigd. Door de zwakte van de euro is het rendement van MSCI World Index echter toegenomen van +5,7% tot +11,6%.

Opvallende dissonant vormde de olieprijs. Deze daalde scherp in het derde kwartaal. De prijs voor een vat Noordzee-olie (Brent) daalde, gemeten in dollars, met maar liefst 16%. Hopelijk doet u er uw voordeel mee aan de pomp!

Met hartelijke groet,

Michel Alofs, Ivan Moen en Jaap Westerling