



De ontwikkelingen in het tweede kwartaal van 2019 en de vooruitzichten voor de rest van het jaar **2**

Het beleggingsbeleid in het Groeifonds **4**

Het beleggingsbeleid in het Behoudfonds **6**

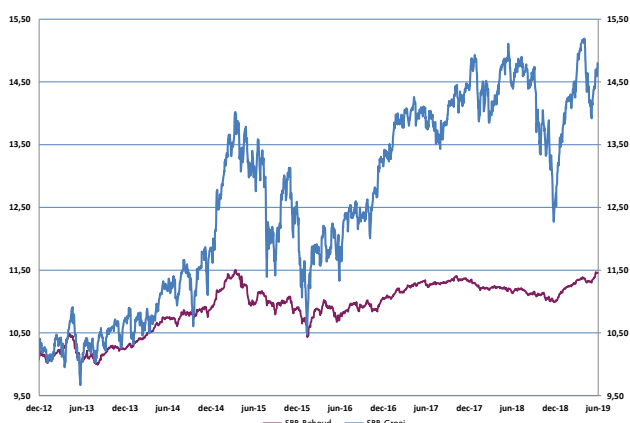
Het portefeuillemanagement **8**

**FundShare UCITS Stroeve Beheerd Beleggen.**  
Kwartaalbericht, juli 2019.

# De ontwikkelingen in het tweede kwartaal van 2019

## en de vooruitzichten voor de rest van het jaar

### Koersontwikkeling Fondsen Groei en Behoud



### De beleggingsresultaten en overige informatie

In het tweede kwartaal van 2019 bedroeg de performance van de participatie FundShare UCITS Stroeve Beheerd Beleggen Groei 1,99%. Voor de eerste helft van 2019 was de koersstijging in totaal 17,07%. De koers van het fonds kwam daarmee op € 14,7980. De performance van de participatie FundShare UCITS Stroeve Beheerd Beleggen Behoud bedroeg in het tweede kwartaal 1,22%. Voor de eerste 6 maanden van 2019 was de toename 4,21%. De koers van het fonds op de kwartaalultimo kwam daarmee op € 11,4625.

### Een goede eerste helft van 2019

Het escalerende handelsconflict zorgde in mei voor een kentering in het sentiment op de financiële markten. De centrale bankiers, met name Jerome Powell, wisten met speeches, die duiden op renteverlagingen later dit jaar, de onrust te bezwieren. Mede hierdoor bereikte de Amerikaanse aandelenmarkt in juni nieuwe recordstanden. De obligatiemarkten continúeerden in het tweede kwartaal een positieve ontwikkeling. De rente daalde verder door enerzijds een verdere “flight naar safety”, anderzijds doordat de centrale banken reageerden op de minder goede economische cijfers en de vooruitzichten dat de economische groei wereldwijd, in geval van een verdere escalatie inzake het handelsconflict tussen de VS en China, in de toekomst verder zou verslechteren. Samengevat, het tweede kwartaal was zeer wisselend voor de markten, maar kon beperkt positief worden afgesloten.

### De handelsoorlog en de beurzen

Na een sterk herstel van de internationale aandelenmarkten in de eerste vier maanden van dit jaar en optimisme over het verloop van de handelsbesprekingen tussen de VS en China, laaiden de spanningen begin mei opnieuw op. President Trump verhoogde de importtarieven voor \$200 miljard aan Chinese importgoederen van 10% naar 25%, hetgeen de financiële markten opnieuw onder druk zette. Vooral aandelen van de opkomende markten werden geraakt. De Chinese aandelenmarkt behaalde dit jaar tot eind april in euro's, een rendement van bijna 25%, maar daarvan werd in de meimaand door de handelsfricties meer dan 10%-punt ingeleverd. In juni draaide het sentiment echter opnieuw ten positieve. Zodoende werden in de eerste

helft van dit kalenderjaar op nagenoeg alle beleggingscategorieën positieve rendementen behaald. Aandelenmarkten, vooral die uit de ontwikkelde landen, in het bijzonder die van de VS, behaalden dit jaar tot eind juni rendementen in de dubbele cijfers. Ook aandelen uit opkomende markten rendeerden goed. De beleggingscategorie grondstoffen rendeerde per saldo positief, ondanks de beweeglijke olieprijs. De goudprijs schoot in juni voor het eerst sinds 2013 door de \$1400. De AEX-index steeg per saldo met ca. 1%, net als de Amerikaanse beurs (gemeten in euro). De Europese beurzen waren nagenoeg onveranderd en de Emerging Markets lieten een beperkt negatieve performance zien. De aandelenbeurzen wisten daarmee de forse stijgingen uit het eerste kwartaal per saldo goed vast te houden.

### Tabel Economische Groei en Inflatie.

Bron: Bloomberg, Consensus, juni 2019

		Euro-zone	VK	USA	Japan	Latijns-Am.	Oost-Europa	China	Azië Pacific ex Jpn
GDP	2017	2,4	1,8	2,2	1,9	1,2	4,0	6,8	6,3
	2018	1,9	1,4	2,9	0,8	1,5	3,2	6,6	6,0
	2019	1,2	1,3	2,5	0,7	1,6	1,9	6,3	5,7
	2020	1,3	1,4	1,8	0,4	2,6	2,5	6,0	5,6
	2021	1,2	1,6	1,9	0,9	2,8	2,6	5,8	5,5
CPI (Inflatie)	2017	1,5	2,7	2,1	0,5	6,4	5,3	1,6	1,9
	2018	1,8	2,5	2,5	1,0	7,1	5,5	2,1	2,3
	2019	1,3	1,9	1,8	0,7	8,8	6,3	2,3	2,3
	2020	1,4	2,0	2,1	1,1	6,5	5,4	2,3	2,5
	2021	1,6	2,0	2,0	0,7	6,1	4,9	2,4	2,6

Renteniveaus, zowel in de VS als die in de eurozone, bleven dalen. De Amerikaanse kapitaalmarktrente die in 2018 nog boven de 3% uitkwam, bewoog nu richting 2,0%. De Duitse 10-jaars rente dook weer onder de 0% en bereikte zelfs een nieuw laagterecord. Het ruime ECB-beleid en de aanhoudende grote vraag naar Duitse staatsobligaties leidde tot deze daling. Ook de Franse 10-jaars rente daalde in juni tot onder de 0% en de Spaanse onder de 0,5%. Dit zijn de laagste niveaus ooit. De Italiaanse 10-jaarsrente steeg dit jaar aanvankelijk fors. De onzekerheid over het begrotingstekort in Italië zorgde ervoor dat dit land niet direct meeprofitteerde van de rentedaling en dat de Italiaanse risico-opslag eerst nog opliep. In juni echter daalde uiteindelijk ook de rente op de Italiaanse staatsobligaties. Ook de Belgische en de Nederlandse 10-jaars rente daalde naar hun laagste peil ooit. Wie zijn geld, bijvoorbeeld voor tien jaar, bij de Nederlandse overheid wil parkeren, moet daar geld op toelagen. Obligaties renderden in het tweede kwartaal beter dan aandelen met bijna 3%.

### Economische groei vertraagt

In het afgelopen kwartaal werden wereldwijd de macro-economische groeiramingen opnieuw verlaagd. In juni raamde de Wereldbank een groei van 2,7% voor de mondiale economie; 0,3% lager dan de vorige prognose. Na een aantal meevallers in de eerste maanden van dit jaar, stelden de macro-economische cijfers uit China teleur. De spanningen rond de handelsoorlog tussen de VS en China eisen hun tol. De groei van de wereldhandel stagneert en wereldwijd zien we lagere cijfers bij de inkoopmanagers van de industrie. De orderportefeuilles zijn minder goed gevuld. De groei van de wereldhandel vlakt, volgens recente prognoses van ons eigen CPB, af van 3,2% in 2018 naar 1,7% in 2019. Ondanks de grote onzekerheden, raamt het CPB voor 2020 toch nog een groei van 2,4% voor de wereldhandel. De cijfers van inkoopmanagers voor de dienstensector blijven in de meeste landen echter onverminderd goed en een recessie is dan ook nog steeds niet in beeld. In de meeste westerse economieën is het belang van de dienstensector groter dan dat van de industriële sector. In de eurozone vormt de dienstensector bijvoorbeeld meer dan 70% van de economie, tegen een belang van circa 25% in de industriële sector. De groei van de industriële productie is dan ook steeds minder bepalend voor het totale beeld van de economische groei van een land, of van een economische regio. Het groeicijfer van de Amerikaanse economie over het eerste kwartaal van 2019, overtrof met 3,2% alle verwachtingen op jaarbasis, maar in juni viel toch ook de Amerikaanse banengroei tegen, met name die in de industrie. Met een werkloosheid van slechts 3,7%, blijft de Amerikaanse arbeidsmarkt onverminderd krap. Hoewel de prijzen van importgoederen in de VS oplopen door de hogere handelstarieven, blijft de ontwikkeling van de kerninflatie nog steeds binnen de perken. De krappere arbeidsmarkt leidt ook nog niet tot een hogere inflatie, omdat de stijging van de uurlonen achterblijft bij de ontwikkeling van de arbeidsproductiviteit. De huizenmarkt in de VS ligt er goed bij. Uit een stresstest van de Federal Reserve bleek onlangs, dat alle onderzochte banken in staat zijn onverwachte economische tegenspoed te doorstaan. In de eurozone zagen we in het tweede kwartaal ook wat meevallende groeicijfers, zoals een verbetering van het consumentensentiment. Ook in Europa zijn de arbeidsmarktontwikkelingen, met een afname van de werkloosheid in de zuidelijke landen en in Frankrijk, positief. Deze ontwikkelin-

gen houden de consumptieve bestedingen op peil. Niettemin liggen de groeiverwachtingen voor de eurozone wel behoorlijk lager dan die voor de VS. In Europa is de politieke onzekerheid nog steeds groot en wordt de kans op een harde, no-deal Brexit steeds groter. Het is duidelijk dat de grotere vertegenwoordiging van nationalistische partijen, sinds de Europese verkiezingen in mei in het Europese Parlement, zijn sporen zal nalaten. Niettemin is het onwaarschijnlijk dat een verdere uitbouw van het Europese institutionele raamwerk volledig zal worden geblokkeerd. De populistische, nationalistische partijen wonnen minder zetels dan door velen werd gevreesd, maar de traditionele middenpartijen verloren wel. In het gefragmenteerde parlement moeten coalities worden gesmeed tussen de meer pro-Europese groeperingen, teneinde meer EU-verantwoordelijkheid af te dwingen over bijvoorbeeld het milieubeleid, inkomensongelijkheid en eerlijke belastingheffing voor bedrijven.

Het Amerikaanse handelsbeleid, de potentiële groeivertraging in China, de kans op een no-deal Brexit en de instabiele situatie in Italië, blijven risicofactoren voor de wereldeconomie. De spanningen, zoals die tussen de VS en Iran, lijken de markten nauwelijks te deren. Ondanks het negatieve, neerwaarts drukkende effect van de geopolitieke handelsspanningen op het tempo van de economische groei, blijft het risico op een recessie uitermate gering. Het ruime monetair beleid en de lage rente zijn in principe gunstig voor het bedrijfsleven. De winstgevendheid van bedrijven en de werkgelegenheid zijn de laatste jaren sterk verbeterd. De aantrekkende loonstijgingen vormen een ondersteuning voor de consumptieve bestedingen. De groei van bedrijfswinsten trekt zowel in de VS als in Europa later in het jaar weer aan en deze ligt, naar verwachting van analisten, in 2020 op een beduidend hoger niveau.

### Beleggingsbeleid

Als gevolg van de neerwaarts bijgestelde winstverwachtingen en de opgelopen koersen, zijn de waarderingen van de aandelenmarkten gestegen. Voor de Amerikaanse aandelenmarkt ligt de waardering iets boven het historische gemiddelde, voor de Europese aandelenmarkt ligt deze nog onder het historisch gemiddelde en dat geldt ook voor aandelen uit de opkomende markten. Zeker in het perspectief van de lage rente, vinden wij aandelenbeleggingen niet overgewaardeerd. Met uitbreiding in de aandelenbeleggingen zijn we, gegeven de geopolitieke onzekerheden, wel voorzichtig, maar met de huidige extreem lage rente bieden aandelen op de middellange termijn zeer waarschijnlijk betere risico-rendementsperspectieven dan obligaties. Een eventuele daling van de koersen op de aandelenmarkten, beschouwen wij vooralsnog, op grond van analyses met onze 'bear market'-checklist, als een tijdelijke correctie en moet niet gezien worden als een structureel omslagpunt.

# Beleggingsbeleid FundShare UCITS

## Stroeve Beheerd Beleggen Groei

Na het herstel van de beurzen in het eerste kwartaal van 2019, volgde in het tweede kwartaal een consolidatie. Gedurende het kwartaal vonden evenwel forse bewegingen op de beurzen plaats, vooral naar aanleiding van de ontwikkelingen in de handelsoorlog tussen de VS en China. De koers van FundShare UCITS Stroeve Beheerd Beleggen Groei steeg met 1,22%, waarmee de stijging over de eerste helft van 2019 uitkwam op 17,07%.

### De ontwikkelingen in het tweede kwartaal

De beurzen wonnen in het tweede kwartaal aanvankelijk verder terrein, na de goede performance van het eerste kwartaal. In mei kwam evenwel de omslag. Er was door de markten geanticipeerd op enige vorm van een akkoord in het handelsconflict. Dit zou dan betekenen dat de wereldwijde economische groei in 2019 en de ontwikkeling van de bedrijfsresultaten wederom positief zouden worden beïnvloed. Toen er echter een kink in de kabel kwam bij de handelsbesprekingen, volgde er een reactie op de financiële markten. De aandelenkoersen daalden (tijdelijk) en de veilige havens (staatsleningen) werden gevraagd op de markten. De centrale banken in de VS en Europa reageerden op het gevaar voor een lager groeipad van de wereldeconomie, door aan te geven dat er opnieuw renteverlagingen zouden kunnen volgen. Deze uitspraken zorgden voor een omslag op de beurzen, waarmee de dalingen in mei weer grotendeels ongedaan gemaakt werden. Per saldo stegen de beurzen (gemeten in euro) in de VS en Europa in het tweede kwartaal met 1% en daalden de beurzen in de Emerging Markets met ruim 2%.

### Het handelsconflict

Het handelsconflict vormt een bedreiging voor aandelen uit de opkomende markten. Vooral omdat Chinese aandelen, met een gewicht van circa 30%, een groot onderdeel zijn van deze categorie. Vanaf het moment dat het handelsconflict tussen de VS en China escaleerde, in maart 2018, zijn de rendementen op aandelen uit de

opkomende markten achtergebleven. Toch zijn we voor de middel-lange termijn relatief positief gestemd op aandelen uit deze regio. Het handelsconflict blijft een onzekere factor. In de aanloop naar de geplande ontmoeting tussen de Amerikaanse president Trump en de Chinese president Xhi bij de G20 eind juni in Japan, bleken er achter de schermen toch onderhandelingen plaats te vinden. Daarnaast is de waardering van aandelen uit de Emerging Markets relatief aantrekkelijk, terwijl de groei van de winst per aandeel van de bedrijven uit deze markten veelal hoger ligt. Hun hogere waardering werd historisch meestal gerechtvaardigd vanwege de grotere stabiliteit. De specifieke risico's, die in het verleden nadrukkelijk een rol speelden bij het bepalen van de verwachtingen voor de opkomende landen, teisteren tegenwoordig ook de ontwikkelde landen. De politieke stabiliteit neemt af en de financiële huishouding van opkomende landen is in sommige gevallen beter dan die van ontwikkelde landen. De financiële positie van de bedrijven uit deze landen is niet minder. De verschillen tussen de opkomende landen onderling zijn weliswaar nog steeds groot, maar als groep staan ze er steeds beter voor. De waardering is, naast de onderliggende winstontwikkeling, een belangrijke factor voor het verwachte rendement op de (middel)lange termijn. Op kortere termijn kunnen aandelen uit de opkomende markten bovendien profiteren van het ruime monetaire beleid van de Amerikaanse Fed. De kans dat een Amerikaanse renteverhoging kapitaalstromen uit de opkomende landen wegtrekt, is momenteel zeer gering. Chinese bedrijven kunnen profiteren van het stimuleringsbeleid van hun beleidsmakers.

### Marktindices

Resultaten tot en met 30 juni 2019

Prestaties in Euro's	Geheel 2018	Geheel 2019 YTD	Eerste kwartaal 2018	Tweede kwartaal 2018	Derde kwartaal 2018	Vierde kwartaal 2018	Eerste kwartaal 2019	Tweede kwartaal 2019
Internationale aandelen (MSCI World)	(4,11)	17,43	(3,67)	7,23	5,53	(12,03)	14,51	2,54
Europese aandelen	(10,57)	16,25	(4,30)	4,00	1,32	(11,32)	12,84	3,02
Aandelen in de eurozone	(12,75)	16,41	(2,78)	2,42	0,43	(12,74)	11,91	4,02
Amerikaanse aandelen	(1,60)	18,06	(3,42)	8,56	7,56	(12,74)	15,39	2,31
Aandelen Emerging Markets	(10,27)	11,02	(1,11)	(2,92)	(0,58)	(5,99)	11,92	(0,80)
Vastgoed Eurozone (EPRA)	(8,16)	7,37	(3,00)	6,18	(0,95)	(9,97)	13,01	(4,99)
Grondstoffen (DJ UBS), in euro's	(8,64)	4,26	(3,17)	5,29	(2,01)	(8,55)	7,64	(3,14)

### Transacties in het tweede kwartaal Aankopen

Asthead Group biedt kortetermijnverhuur voor een breed scala aan niet-bemande constructie- en industriële apparatuur. Het bedrijf is actief in de Verenigde Staten, het Verenigd Koninkrijk en Canada. Men behaalt meer dan 80% van de omzet en winst uit de VS. Een reeks overnames hielp de onderneming om, onder de naam A-Plant, marktleider in het VK en, onder de naam Sunbet, de op één na grootste speler in de verhuurmarkt voor apparatuur in de VS te worden. Asthead verhuurt hoogwerkerplatformen, vorkheftrucks,

### Groei van de winst per aandeel in de verschillende regio's

Bron: Citi Research, MSCI, Worldscope, Factset estimates, juni 2019.

	2016	2017	2018	2019	2020
USA	3,3%	12,4%	22,9%	3,6%	11,4%
Europa	-0,7%	20,9%	5,7%	7,4%	9,3%
Japan	11,0%	33,7%	2,8%	-0,1%	5,9%
Azië-Pac, ex-Japan	-0,3%	26,2%	1,6%	3,2%	12,5%

grondverzetmachines en pomp- en krachtapparatuur. Deze worden gekocht bij toonaangevende fabrikanten van apparatuur. Het bedrijf bedient vier eindmarkten: bouw, entertainment en speciale evenementen, onderhoud van faciliteiten door gemeenten en noodhulp. De groep behaalde in 2018 een omzet van meer dan 4,1 miljard Britse pond. Het heeft ongeveer 16.800 medewerkers, 980 vestigingen en een gevarieerd bestand van 650.000 klanten. Sinds de beursintroduktie in London in 1986, maakte het van oorsprong kleiner regionaal bedrijf, een enorme snelle en internationale expansie mee. De bedrijfsresultaten over het meest recente kwartaal waren goed en beter dan verwacht. In de gefragmenteerde verhuurmarkt wint Ashtead marktaandeel. Met een belegging in dit aandeel spelen we in op het langetermijntema van infrastructuur, bouw en de behoefte aan gebruik zonder eigen eigendom ('shared economy'). President Trump heeft in de VS ingezet op hogere uitgaven voor infrastructuur, maar de versnelling moet nog op gang komen.

Microsoft bevindt zich midden in een strategische verschuiving van de verkoop van voornamelijk licentiesoftware naar de verkoop van hardware en cloudservices. Daarmee bevestigt het min of meer het succes van de strategie van Apple, dat ook software, hardware en cloudservices verkoopt. In februari 2014 benoemde het bedrijf insidder Satya Nadella als derde CEO, ter vervanging van Steve Ballmer. Microsoft domineert nog steeds het segment van de desktopsoftware, dat nog steeds een substantieel deel van zijn omzet levert via Windows en productiviteitstoepassingen (Office). Deze bedrijfsactiviteiten werden echter getransformeerd om de 'mobile and cloud-first'-strategie van Microsoft te ondersteunen. De grootste divisie, "More Personal Computing", omvat de Windows-franchise, gaming, reclame en hardware en laat in feite het succes van Microsoft zien in de concurrentie met de Apple- en Android-ecosystemen. Het "Intelligent Cloud"-segment demonstreert de aantrekkingskracht van Microsoft's hybride cloud-benadering, waarbij Microsoft wil dat klanten hun portfolio van serversoftware in hun eigen datacenters gebruiken en andere cloud (Azure)-services van Microsoft kopen. De laatste divisie, "Productiviteit en bedrijfsprocessen", weerspiegelt het concurrentievermogen van Microsoft in eindgebruikersapplicaties, waarbij het concurrentievoordeel van de markt voor Office-applicaties verder toeneemt, dankzij de groeiende acceptatie van Office 365-cloudabbonnementen. In april 2015 stelde Microsoft zich ten doel om binnen drie jaar een omzet van \$20 miljard te genereren met commerciële cloud-activiteiten, die behalve Office bestaat uit Azure-platform/infrastructuurservices en Dynamics-applicatiesoftware. Deze mijlpaal werd al bereikt in oktober 2017. Om zijn cloudactiviteiten te stimuleren, verwierf Microsoft in december 2016 het sociale netwerk LinkedIn waarvoor

het \$26 miljard in contanten betaalde. De groeivoorzichten zijn nog steeds onverminderd goed en wij menen dat aandeelhouders van Microsoft nog steeds koerswinst kunnen behalen. Analisten prognostiseren een aanzienlijke groei van de winst per aandeel voor de komende jaren (meer dan 10 procent).

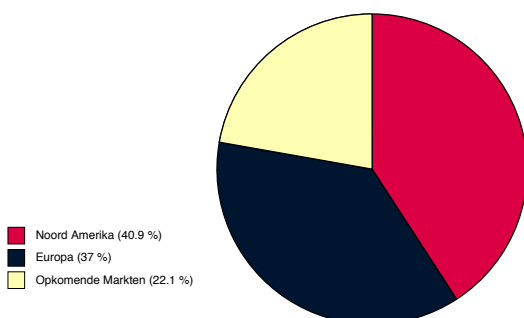
### Marktvisie voor de tweede helft van het jaar

In onze aandelenbeleggingen zullen we voor de rest van 2019 vasthouden aan ons beleid dat we voor de lange termijn in de sterkere economische groeilanden en -ondernemingen belegd willen zijn. Aandelen uit opkomende landen geven wij het voordeel van de twijfel. Voorts kijken we ook naar specifiek goede rendementsperspectieven, naar aandelenbeleggingen die profiteren van mondiale megatrends en thema's, waarbij wij ook in toenemende mate rekening houden met criteria voor duurzaam beleggen. De thema-keuze richt zich op een selectie van groeiondernemingen, die profiteren van de digitale revolutie (verbeterde software, robotics en artificial intelligence), de verbeterende gezondheidszorg, de groeiende behoefte aan een betere infrastructuur en de impact van de energie- en klimaattransitie. De waardering van de aandelenbeurzen (koers/winstverhoudingen) ligt nabij hun langjarig gemiddelde; de Amerikaanse beurs fractioneel hoger en de Europese beurs juist er onder. De markten verwachten in het vierde kwartaal weer een opveren van de winstgevendheid van het bedrijfsleven en een dubbelcijferige winstgroei in 2020. Dit, tezamen met het nieuwe accommoderende beleid van de centrale banken, maakt dat de verslechtering van de economie vooralsnog het beurs sentiment niet overheerst. Veel zal afhangen van de ontwikkeling van de handelsbesprekingen.

#### FundShare UCITS Stroeve Beheerd Beleggen Groei

SBB Groei kent een offensief profiel, gericht op een zo hoog mogelijk rendement. SBB Groei belegt in meerdere beleggingscategorieën zoals aandelen in Europa en Amerika, Emerging Markets-aandelenfondsen, vastgoedbeleggingsfondsen, grondstoffenfondsen en goud. De portefeuille wordt actief beheerd en daarbij vindt een brede spreiding plaats om de risico's te beperken. Afhankelijk van onze marktvisie, scenarioanalyse en relatieve waardering zullen activa, regio's of valuta binnen de portefeuille een groter tactisch gewicht krijgen ten opzichte van de strategische (normale) allocatie en wordt ingespeeld op de financiële marktomstandigheden. De nadruk zal in dit fonds evenwel altijd liggen op het beleggen in aandelen en aandelenfondsen. Na uitvoerige analyse van macro-economische indicatoren en trends zoals 'flow of funds', wordt daarbij ook gekeken naar bottom-up-signalen, door analyse van bedrijfsresultaten en naar de waardering van individuele aandelen uit diverse regio's. In de regio's Europa en de VS wordt veelal direct in aandelen belegd. Bij beleggingen in Emerging Markets en in grondstoffen wordt gebruik gemaakt van de specifieke expertise van fondsmanagers.

Onderverdeling in Regio





# Beleggingsbeleid FundShare UCITS

## Stroeve Beheerd Beleggen Behoud

Het SBB Behoud fonds liet ook in het tweede kwartaal van 2019 een positieve performance zien. In deze periode kwam de performance van het SBB Behoud fonds uit op 1,22%. Dit brengt de performance voor het eerste halfjaar van 2019 op 4,21%.

### De obligatierente in het tweede kwartaal van 2019

In 2018 daalde de rente op staatsobligaties en des te meer naarmate de beurzen in het vierde kwartaal een correctie vertoonden. Per jaarultimo bedroeg het effectieve rendement op een 10-jarige Nederlandse staatslening 0,38%. In 2019 zette de rentedaling verder door, ondanks een herstel van de beurzen in het eerste kwartaal en per saldo een consolidatie in het tweede kwartaal. Eind maart bedroeg het effectieve rendement op een 10-jarige Nederlandse staatslening 0,07%. Eind juni lag laatstgenoemde op -0,2%. In de afgelopen 2 jaar waren we bij deze looptijd gewend aan een rente tussen 0,4% en 0,8%. De escalatie in de handelsoorlog tussen de VS en China en de toegenomen kansen hierdoor op een recessie, zorgen ervoor dat de centrale banken in de VS en Europa nieuwe rondes van renteverlagingen en andere monetaire verruimingsmaatregelen aankondigden.

### Verdere omslag rentebeleid Amerika

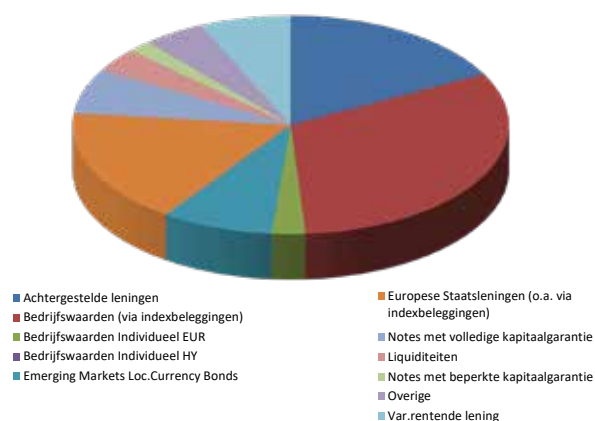
Terwijl de Amerikaanse centrale bank in december 2018 de rente nog eens verhoogde en aangaf dat nadere verhogingen zouden volgen, is het rentebeleid inmiddels binnen 6 maanden 180 graden gedraaid. In januari werd aangegeven dat de rente niet verder zou worden verhoogd. Inmiddels is de meerderheid van de Fed-gouverneurs (de beslissers bij de Amerikaanse centrale bank) vóór een renteverlaging. De markt heeft inmiddels voorgesorteerd op 2 nog te volgen renteverlagingen. De eerste wordt eind juli door de markt verwacht. De vooruitkijkende cijfers over de Amerikaanse economie, zoals bijvoorbeeld die van de inkoopmanagers, wijzen naar een lager groeipad. Nagenoeg ieder macro-economisch cijfer dat dezer dagen over de Amerikaanse economie wordt gepubliceerd, is slechter dan de analisten van de banken in consensus verwachten (negatieve surprise indicator). Daarnaast oefent president Trump, waarschijnlijk in het kader van de start van zijn herverkiezing, druk uit op de centrale bank om de economische groei door renteverlagingen verder aan te jagen.

Veel mensen maken zich zorgen over een recessie in de VS, omdat zij menen dat een inverse yieldcurve (een 'omgekeerde' rentecurve waarbij de 10-jaars rente lager is dan de 2-jaars rente) een voorbode is van een recessie. Sinds midden jaren zeventig zijn recessies inderdaad weliswaar altijd voorafgegaan door een periode met een

### Rente

Rente 10-jarige leningen	ultimo 2017	ult maart 2018	ult juni 2018	ult sept 2018	ult dec 2018	ult maart 2019	ult juni 2019
Nederlandse Staat	0,529	0,643	0,462	0,580	0,390	0,032	(0,156)
Duitsland	0,427	0,497	0,302	0,470	0,242	(0,070)	(0,327)
Italië	2,005	1,782	2,674	3,143	2,739	2,486	2,099
Spanje	1,558	1,155	1,318	1,498	1,413	1,093	0,392
USA	2,405	2,739	2,860	3,061	2,684	2,405	2,005

Verdeling portefeuille in de risicomiddele sfeer, Stroeve Beheerd Beleggen Behoud per 30 juni 2019



inverse yieldcurve, maar niet iedere inverse yieldcurve leidde tot een recessie. Deze indicator gaf in 1966 en in 1998 valse signalen. Bovendien mogen we ons afvragen of in het huidige tijdperk, waarbij centrale banken zó dominant zijn als marktpartij, de yieldcurve überhaupt nog wel de voorspellende gave heeft die deze ooit had. Velen zien ook in het verloop van de obligatierentes een 'vlucht naar veiligheid'. Uitgaande van de beweging van de kapitaalmarktrente en de termijnkoersen op de Amerikaanse geldmarkt, rekenen de financiële markten erop dat de Amerikaanse Federal Reserve de beleidsrente later dit jaar minimaal één, maar waarschijnlijk

### Rendementen categorieën vastrentend

		2017	2018	2019 YTD	1e kwartaal 2019	2e kwartaal 2019
Aggregaat Europese bedrijfsobligaties (IG*)	EUR	2,41	(1,25)	5,42	3,20	2,16
(Markit iBoxx-index) Euro Bedrijfsobligaties High Yield	EUR	4,82	(3,37)	6,52	4,76	1,68
Barclays Em. Markets Local Currency Staatsleningen	USD	1,38	(5,71)	8,01	3,14	4,72
(Barclays-index) EuroAgg Treasuries Total	EUR	0,17	0,98	5,99	2,53	3,38
Nederlandse staatsleningen	EUR	(1,02)	2,38	4,69	2,30	2,34
Europese staatsleningen	EUR	0,24	0,98	5,99	2,53	3,38
Netherlands Cash Indices 1 maands LIBOR	EUR	(0,40)	(0,39)	(0,20)	(0,10)	(0,10)
Netherlands Cash Indices 3 maands LIBOR	EUR	(0,37)	(0,36)	(0,18)	(0,09)	(0,09)

\* IG = Investment Grade  
Rendementen in euro's  
Resultaten tot en met 30 juni 2019

twee keer zal verlagen. De Federal Funds-rate stond in de eerste helft van 2019, na 9 verhogingen vanaf december 2015, op een bandbreedte van tussen de 2,25% en de 2,50%. President Trump verweet Fed-president Jerome Powell meerdere keren dat hij de rente te snel verhoogd had. Eind 2018, na de forse correctie op de financiële markten, besloot de Fed het proces van 'normalisatie' van de geldmarktrente niet voort te zetten en vervolgens werd in speeches gezegd, dat werd overwogen, de renteverhogingen deels terug te draaien. Het beleidscomité van de Fed besloot in juni de rente nog ongewijzigd te laten. Wel werd gewezen op mogelijke negatieve effecten van het handelsbeleid op de Amerikaanse economie en onzekerheden omtrent de inflatie. De financiële markten vatten dit op als een bevestiging van de verwachting dat er een renteverlaging zal komen, indien dat nodig is om de economische groei op gang te houden. Het zou de eerste keer in meer dan tien jaar worden.

Ook de Europese Centrale Bank (ECB) staat klaar om met nieuwe stimuleringsmaatregelen de economische groei en inflatie aan te jagen, zo benadrukte ECB-president Mario Draghi tijdens meerdere bijeenkomsten van Europese beleidsmakers in juni. Draghi meent dat de gereedschapskist van de ECB nog niet leeg is. De ECB kan bijvoorbeeld de economie verder proberen te stimuleren door de depositorente te verlagen van -0,4% naar -0,5%. Als banken een nog hoger tarief moeten betalen om overschotten bij de centrale bank te stallen, zullen zij die hogere kostprijs doorberekenen naar hun klanten. Als het gevolg hiervan zullen bedrijven gestimuleerd worden om hun geld niet langer bij de banken op te potten, maar uit te geven aan nieuwe investeringen. Een andere optie van de ECB is om opnieuw obligaties te kopen van overheden en bedrijven waar de centrale bank eind 2018 mee was gestopt (de zogenaamde kwantitatieve verruiming). Dit zou een injectie van geld in de economie tot gevolg kunnen hebben die de ontvangers (banken en bedrijven) dan hopelijk gaan gebruiken voor nieuwe leningen en investeringen. De alsmat dalende renteniveaus zorgen op de middellange termijn voor lage, verwachte rendementen voor de meeste vastrentende waarden. De risico-opslagen op de kredietcategorieën zijn laag tot gemiddeld. Zolang de economische groei op peil blijft en de rente laag, kan deze situatie langere tijd aanhouden en kunnen met name op bedrijfsobligaties nog positieve rendementen worden behaald.

### Samenstelling van de portefeuille

Het belangrijkste deel van de Fundshare Behoudportefeuille bestaat uit goed gespreide obligatiefondsen (ca. 50%). Individuele obligaties, met name staatsleningen en bancaire obligaties (deels achtergesteld), hebben een aandeel van ca. 38% in de Behoudportefeuille. Garantiestructuren (notes met kapitaalgarantie) maken onveranderd 8% van de portefeuille uit. Op het moment van schrijven staat circa 3% liquide.

### Visie op de tweede helft van 2019

In onze vorige nieuwsbrief schreven we: "Zolang met een vlakke tot inverse rentecurve de geluiden in de financiële markten over de mogelijkheid van een recessie blijven voortduren, mag niet worden verwacht dat de rente op 10 jarige Nederlandse staatsleningen weer snel binnen de oude bandbreedte van 0,4% tot 0,8% terecht zal komen." Die visie blijft niet alleen overeind, maar de kans dat de rente weer in die buurt komt, is op korte termijn eerder afgenomen dan toenomen. De president van de Europese centrale bank, Draghi, sluit een hernieuwde ronde van renteverlaging niet meer

uit, evenals hernieuwde aankopen van staatsleningen. In plaats van een derde van de staatsschuld van een land op te kopen, wordt inmiddels over de helft gesproken. Draghi geeft hiermee een voorzet voor de nieuwe president van de bank, mevrouw Lagarde, die nu nog het IMF aanstuurt. De rentemarkt in Europa blijft daarmee in het teken staan van "lower for longer".

### FundShare UCITS Stroeve Beheerd Beleggen Behoud

De voornaamste doelstelling van de SBB Behoud fonds is voor u als cliënt op langere termijn een stabiel rendement te genereren dat ligt boven hetgeen op een spaarrekening is te behalen (vanzelfsprekend na alle kosten, dus netto). De portefeuille wordt belegd in obligaties en aan obligaties verwante producten, met name structured notes met minimaal 90% hoofdsomgarantie. Een strakke risicobeheersing staat voorop. Een tweede doelstelling is een buffer te vormen die bescherming biedt in tijden dat de aandelenmarkten slecht presteren.

Teneinde de rendementsdoelstelling te behalen ontwikkelt de fondsmanager actief een visie op de obligatiemarkten. Dit betreft de toekomstige renteontwikkeling in de verschillende delen van de wereld, dus op de looptijd (duration) van de obligaties, de debiteuren die in de portefeuille worden opgenomen, een visie op de verschillende segmenten van de obligatiemarkt (high yield, Emerging Marketobligaties, variabel rentende leningen, inflation linkedobligaties etc.) tegen de achtergrond van de ontwikkelingen op de aandelen- en valutamarkten.

Ter bescherming van u als deelnemer in het fonds zijn diverse richtlijnen cq beperkingen door de beheerder opgenomen die ervoor zorgen dat de fondsmanager geen overmatig risico kan nemen. Specifieke details over het risicomanagement in de Behoudportefeuille treft u aan in de Essentiële Beleggers Informatie (EBI). Er kan zowel worden belegd in individuele obligaties alsook in obligatiefondsen. De nadruk bij de individuele obligaties ligt op obligaties met een nominale waarde van minimaal € 100.000. Een individuele obligatiebelegger kan vanwege de omvang lastig een breed gespreide portefeuille hierin opbouwen. Het fonds kan en doet dit wel. Om dit te verzekeren zijn er normen over de spreiding/diversificaties in de fondsrestricties opgenomen. De obligatiefondsen worden vaak gebruikt om specifieke posities in bepaalde marktsegmenten in te nemen. In beperkte mate kan worden belegd in structured notes en meer specifiek in garantienotes met tenminste 90% hoofdsomgarantie op einddatum. U kunt dit zien als een obligatie waarvan het opwaarts potentieel gekoppeld is aan de stijging van de aandelenbeurzen, in plaats van een vaste coupon. Kort samengevat, het behoud van vermogen en een stabiel rendement staan voorop bij het beheer van het SBB Behoud fonds.



Stroeve Lemberger  
Vermogensbeheer NV  
T +31 (0) 294 492 592  
[www.stroevelembarger.nl](http://www.stroevelembarger.nl)

Met de fondsen Stroeve Beheerd Beleggen, FundShare UCITS SBB Groei en FundShare UCITS SBB Behoud, staat de eigen portefeuillesamenstelling van Stroeve Lemberger centraal. Met FundShare ([www.fundshare.nl](http://www.fundshare.nl)) heeft Stroeve Lemberger een platform en een partner gevonden om dit te realiseren. FundShare heeft een state-of-the-art infrastructuur, zodat de kosten van beleggen laag zijn en de fondsen volledig transparant. Stroeve Lemberger Vermogensbeheer heeft daarbij gekozen om niet voor ieder risicoprofiel een afzonderlijk fonds op te richten, maar voor een tweetal fondsen, een risicovol en een risicomijdend fonds. Iedere belegger kan dan een eigen keuze maken voor ieder gewenst risicoprofiel, door een combinatie van deze twee fondsen. Dit heeft als voordeel dat u meer flexibel bent en kunt schuiven afhankelijk van uw behoefte, uw risicobeleving of de vooruitzichten voor financiële markten.

FundShare Fund Management B.V. heeft een AFM vergunning voor het beheren van AIFMD en UCITS fondsen.

Op de website <http://management.fundshare.nl/funds-information.html> treft u alle informatie over de 2 beleggingsfondsen. Dat betreft de prospectus, de factsheet en de Essentiële Beleggers Informatie (NL).

Stroeve Lemberger beschikt over een vergunning van de AFM.

### Het portefeuillemanagement is in handen van Evert Zaat, Cok Inden, Tom Stroeve en Wim Zwanenburg.

De algemene richting van het aan- en verkoopbeleid in de portefeuilles ligt bij Evert Zaat. Hij is binnen de directie van Stroeve Lemberger verantwoordelijk voor het beleggingsbeleid. Voor het Behoudfonds wordt de dagelijkse invulling van het portefeuille management mede bepaald en uitgevoerd door Cok Inden. Voor het Groeifonds neemt Tom Stroeve die taak op zich. Wim Zwanenburg is adviseur van beide beleggingsfondsen.

Hieronder treft u meer informatie aan over de portefeuillemanagers.



**Evert Zaat**, macro-econoom en MSc. verzekeringskunde en financial planning, begeleidt zijn cliënten en stuurt het beleggingsbeleid van Stroeve Lemberger aan. Evert's leerscholen waren het Ministerie van Financiën en De Nederlandsche Bank. Al zo'n 20 jaar bekleedt hij leidinggevende functies. Evert heeft grote belangstelling voor Behavioral Finance, de psychologie van de particuliere belegger. Daarom staan transparantie en communicatiekracht voor hem centraal in dit vertrouwensvak.



**Cok Inden** is een snel denkende en schakelende, door alle ontwikkelingen in het effectenvak gevormde praktijkman. Hij stond vele jaren lang met beide voeten op de beursvloer: van zijn start als pure beginner, tot functies als directeur en (mede) -eigenaar van meerdere hoekmansbedrijven. Op 43-jarige leeftijd neemt Cok afscheid van het hoekmansvak om zijn loopbaan als beleggingsadviseur voort te zetten. Eerst bij Theodoor Gilissen Bankiers en sinds 2006, als senior beleggingsadviseur, voor Stroeve Lemberger.



**Tom Stroeve**, inmiddels als zevende generatie Stroeve werkzaam in het effectenvak, is sinds mei 2013 verbonden met Stroeve Lemberger. Na zijn studie geschiedenis aan de UvA, kreeg Tom een gedegen opleiding in het beleggingsvak bij BinckBank. Tom was er actief als broker en coördinator van de Alex Academy, waar hij verantwoordelijk was voor alle klassikale- en onlinetrainingen.



De econoom **Wim Zwanenburg** is onze lead beleggingsstrateeg bij Stroeve Lemberger. Een man met een helicopterview, een gepassioneerde professional en een zorgvuldige denker. Na zijn studie werkte hij enkele jaren in diverse beleggingsfuncties bij ABN Amro en Mees Pierson. Daarna was hij lid van meerdere beleggingscommissies van Bank Degroof. Als beleggingsstrateeg treedt Wim, namens Stroeve Lemberger, regelmatig op bij BNR Nieuwsradio.