



De ontwikkelingen in het vierde
kwartaal van 2019 en de
vooruitzichten voor 2020 **2**

Het beleggings-
beleid in het
Groeifonds **4**

Het beleggings-
beleid in het
Behoudfonds **6**

Het portfeuille-
management **8**

FundShare UCITS Stroeve Beheerd Beleggen.

Kwartaalbericht, januari 2020.

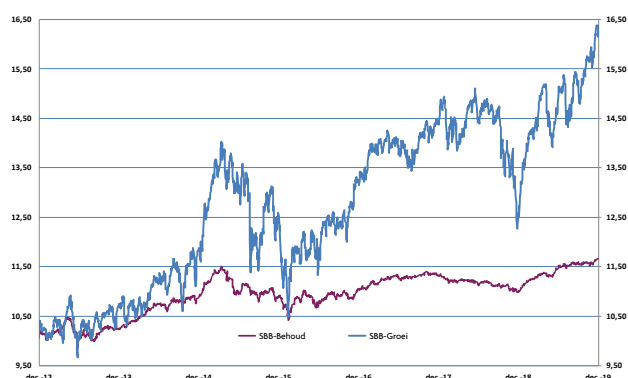
 **Stroeve
Lemberger**

Staan voor uw vermogen

De ontwikkelingen in het vierde kwartaal van 2019

en de vooruitzichten voor 2020

Koersontwikkeling Fondsen Groei en Behoud



De beleggingsresultaten en overige informatie

De performance van de participatie Fundshare Stroeve Beheerd Beleggen Groei bedroeg in het vierde kwartaal van 2019 6,47%. Voor geheel 2019 bedroeg de koersstijging in totaal 28,44%. De koers van het fonds kwam daarmee op € 16,2350. De performance van de participatie Fundshare Stroeve Beheerd Beleggen Behoud bedroeg in het vierde kwartaal 0,45%. Voor geheel 2019 bedroeg de toename 5,82%. De koers van het fonds op de jaartultimo kwam daarmee op € 11,6386. 2019 was daarmee een uitstekend jaar voor beleggers, zowel voor aandelen alsook voor obligaties.

Het herstel van de financiële markten en de forse rendementen op met name de aandelenmarkten in 2019, kunnen niet los worden gezien van de ontwikkelingen in 2018. Aandelenmarkten bereikten nieuwe records toen een handelsakkoord tussen de VS en China in beeld kwam. Beleggers kijken optimistisch vooruit naar een verdere economische expansie in 2020.

Terugblik 2019 en 2018

De gang van zaken in 2019 bewijst echter eens te meer dat, om op langere termijn goede rendementen met aandelenbeleggingen te behalen, het adagium geldt: "It's not timing the market, but time in the market!". Financiële markten lopen veelal op ontwikkelingen vooruit en daarbij kan het sentiment grillig zijn, zoals

bleek in 2018 en 2019. Twitterberichten van de Amerikaanse president over de handelsbesprekingen tussen de VS en China, worden door de markten scherp in de gaten gehouden. In 2019 had het optimisme hierdoor de overhand. Toen een handelsakkoord tussen de VS en China in beeld kwam, zetten de internationale aandelenbeurzen nieuwe recordstanden neer. Medio december werd een voorlopig akkoord gesloten, waarmee op de valreep nieuwe sancties door de VS en vergeldingsmaatregelen door China werden voorkomen. Sommige reeds ingevoerde Amerikaanse heffingen op Chinese producten zullen nu lager uitkomen. China zal voor 50 miljard dollar meer Amerikaanse landbouwproducten kopen. Naast het optimisme over de handelsoorlog was het belangrijkste verschil tussen 2018 en 2019 evenwel het beleid van de centrale banken, met name de Amerikaanse.

Tabel Economische Groei en Inflatie.

Bron: Bloomberg, Consensus, december 2019

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

Geen recessie

De economische groei heeft in 2019 wereldwijd zeker geleden onder de stagnerende groei van de wereldhandel, als gevolg van de door de VS en China ingevoerde importtarieven en andere handelsbeperkingen. We zagen dit terug in zwakke cijfers van de inkoopmanagers voor de industrie in de verschillende landen en zelfs in de VS was de invloed merkbaar. Toch is er zeker geen sprake van een recessie, omdat de dienstensector in de meeste landen goed presteert. De laatste cijfers duiden erop dat we in oktober het dieptepunt in de wereldwijde industriële productiecyclus hebben gezien, omdat de cijfers van de inkoopmanagers langzaam weer wat verbeteren. Ook Duitsland wist in 2019 net aan een recessie te ontkomen, ondanks de zwakke cijfers van de auto-industrie en teleurstellende exporten naar China.

Het IMF voorspelde in oktober, in de World Economic Outlook, een mondiale groei van 3,0% voor 2019, het laagste niveau sinds 2008–09; 0,3 procentpunt lager dan in de WEO van april 2019. De wereldwijde groei zal naar verwachting in 2020 weer tot 3,4 procent stijgen (een neerwaartse bijstelling van 0,2 procentpunt vergeleken met april). Daarin tekent zich een verbetering af van de economische prestaties in een aantal opkomende markten in Latijns-Amerika, het Midden-Oosten en opkomende en ontwikkelde Europese landen. Voor China en de VS wordt wel een lager groeitempo verwacht. Het IMF meent dat de economische groei in de VS afneemt, van 2,4% in 2019 naar 2,1% in 2020. In de VS speelt ook de afnemende begrotingsimpuls een rol. De arbeidsmarkt is echter nog zeer sterk, gezien een werkloosheid die met 3,6% op het laagste peil van de afgelopen 50 jaar verkeert. Het consumentenvertrouwen is dan ook zeer hoog en de consumptieve bestedingen nemen bovendien nog steeds met meer dan 2% per jaar toe. Ook de Amerikaanse huizenmarkt ligt er goed bij. Aangezien de consumptieve bestedingen van gezinshuishoudingen nog steeds bijna 70% van de totale Amerikaanse economie vormen, is een recessie in 2020 geen waarschijnlijk scenario. De Amerikaanse economie wordt bovendien, na een drietal geldmarktrenteverlagingen in 2019, opnieuw ondersteund door een soepel monetair beleid. Voor China verwachtte het IMF slechts een geleidelijke daling van de nog steeds hoge groei, van 6,1% in 2019 naar 5,8% in 2020.

Handelsconflict

Het bereiken van een "Fase 1"-handelsovereenkomst tussen de VS en China medio december 2019, duidt er in ieder geval op dat het handelsconflict niet verder escaleert. Een belangrijk onderdeel van de overeenkomst is dat eerdere importheffingen geleidelijk aan worden teruggeschroefd. De overeenkomst kan in 2020 wereldwijd tot een herstel van vertrouwen leiden en een impuls geven aan zowel de investeringen als de industriële productie. De spanningen tussen de VS en China zouden evenwel opnieuw kunnen oplopen n.a.v. een ingrijpen d.m.v. antidemocratische acties van Beijing in Hong Kong en een daaropvolgende Amerikaanse bemoeienis. De hoofdrolspelers zijn echter beiden wel gebaat bij het bestendigen van de eerste overeenkomsten. President Trump wil in 2020 herkozen worden en sluit daarom graag deals waarvan zijn eigen achterban, zoals de Amerikaanse boeren in de Midwest, direct kan profiteren. Trump deed het daarom medio december ook voorkomen alsof er een kolossale deal is gesloten. In China is al een afvlakking van de groei merkbaar, maar een verder teruglopen van Chinese exporten zou ook niet in het belang van Xi Jinping zijn.

De handelsoorlog is zeker nog niet opgelost met het beperkte akkoord dat er medio december lag tussen de twee grootmachten. Veel van de heikele punten in de handelsrelatie blijven nog onbehandeld. De handelsoorlog draait om drie grote verwijten van de VS aan China: de handel is oneerlijk omdat de VS meer van China kopen dan vice versa, Chinese bedrijven ontvangen staatssteun en ze stelen intellectueel eigendom. Medio december werd duidelijk dat het nieuwe handelsakkoord het handels tekort aanpakt, maar het bleef nog onduidelijk of men iets gaat doen aan de andere twee problemen. Als China zich niet aan de afspraken houdt, kunnen de VS de opgeschorte sancties alsnog invoeren. Het moet bovendien nog blijken of China zich aan de gemaakte afspraken zal houden. De landen hebben in het

Valuta

Waarde in Euro's	2018	2019	Q4 2018	Q1 2019	Q2 2019	Q3 2019	Q4 2019
Amerikaanse dollar	2,20%	2,44%	1,22%	2,20%	-1,36%	4,36%	-2,63%
Britse Pond	4,48%	6,25%	-0,94%	4,48%	-3,91%	0,31%	5,50%
Japane Yen (x100)	1,14%	3,32%	4,90%	1,14%	1,38%	4,14%	-3,23%
Zwitserse Frank	0,95%	3,85%	1,11%	0,95%	0,56%	2,09%	0,22%
Chinese Renminbi	4,41%	0,67%	1,50%	4,41%	-3,57%	0,21%	-0,22%
Waarde 1 Euro in USD	-4,97%	-2,20%	-1,20%	-2,15%	1,38%	-4,17%	2,88%

handelsakkoord wel besloten dat Amerikaanse investeringen in China en Chinese investeringen in de VS, beschermd zullen worden. Of dit betekent dat de ban op nieuwe Amerikaanse investeringen in Chinese G5-communicatieproducten, zoals die van Huawei, zal worden opgeheven, was medio december nog niet direct duidelijk. Daarbij gaat het niet alleen over 'intellectual property', maar ook om het verwijt dat deze technologie zou worden ingezet voor spionage. Het verwijt aan China, van het stelen van intellectueel eigendom, wordt overigens ook door Europese landen gedeeld. Na de 'fase 1-deal' zullen de onderhandelingen tussen de VS en China in 2020 een volgende fase ingaan. In 2019 is gebleken dat Trump niet alleen China op de korrel neemt, maar dat hij de pijlen van zijn gramschap ook nogal eens op Europa richt.

Brexit

Naast de positieve invloed op de aandelenbeurzen van een eerste-fase-akkoord ten aanzien van het handelsconflict, droeg ook de uitslag van de Britse verkiezingen in december bij aan het positieve sentiment op de aandelenbeurzen. Na de forse verkiezingsoverwinning van de Britse Conservatieven onder Boris Johnson, is duidelijk dat het Verenigd Koninkrijk de EU 31 januari 2020 zal verlaten, maar die vertrekdatum zal slechts het einde van het begin van het Brexit-proces markeren. De tweede fase, het opbouwen van een nieuwe relatie met de EU, is nog belangrijker dan het regelen van de scheidingsvoorwaarden, waar drieënhalve jaar over gesteggeld is. Johnson streeft naar een uitgebreide handelsdeal met de VS, maar Europa is tot nu toe de grootste exportmarkt van het VK. De Europese Unie zal niet zomaar een onbelemmerde toegang tot de Europese markten willen aanbieden en zal van het VK eisen dat het veel Europese regels respecteert. Wij achten de kans groot dat zowel de EU als het VK een harde scheiding en daarmee schade aan de Europese en Britse economie, wil voorkomen.

Beleggingsbeleid in 2020.

De groei van de mondiale economie zal in 2020 beperkt zijn, zeker in de VS en Europa. Een recessie, waarvoor in 2019 door veel marktpartijen werd gevreesd, zal naar onze mening ook in 2020 niet aan de orde zijn. De consument profiteert van een redelijke banengroei en enige loonstijging. De dienstensector expandeert nog steeds. Belangrijkste risico is dat de zwakte in de industrie (een kwart van de economie), en dan met name in Europa, op enig moment doorslaat naar de dienstensector (driekwart van de economie). Wij blijven dat nauwkeurig monitoren. De rente blijft laag, al hebben we naar onze opinie het diepste punt wel gehad. Dit blijft de aandelenbeurzen ondersteunen, die natuurlijk na de forse stijging in 2019 niet echt goedkoop meer zijn. Wij blijven aandelenbeleggingen favoriseren.

Beleggingsbeleid FundShare

Stroeve Beheerd Beleggen Groei

In het vierde kwartaal zorgden positieve ontwikkelingen rond het handelsconflict en de Brexit voor een optimistische stemming op de aandelenbeurzen. De koers van Fundshare Stroeve Beheerd Beleggen Groei steeg per saldo met 6,47%, waarmee de stijging over geheel 2019 uitkwam op 28,44%.

Herstel winstgroei

De vrees voor een recessie en zwaar tegenvallende bedrijfswinsten, werd in 2019 in ieder geval niet bewaarheid. Wel nam het tempo van de winstgroei van bedrijven fors af, maar alleen in het derde kwartaal van 2019 deed zich daadwerkelijk een daling voor van de bedrijfswinsten t.o.v. het voorafgaande jaar. In de VS daalde de verwachte groei van de winst per aandeel voor geheel 2019 wel, van 10,2% in oktober 2018 naar 1,1% eind november 2019. De winstgroei was dus in 2019 vrijwel nihil, waar deze in 2018 nog meer dan 20% bedroeg, zij het dat in 2018 de Amerikaanse bedrijfswinsten sterk profiteerden van de belastingverlagingen van president Trump. Voor de Amerikaanse S&P 500 - ondernemingen vielen de kwartaalrapportages het laatste jaar opnieuw hoger uit dan verwacht of gevreesd, zowel voor de groei van de winst per aandeel als voor de omzet. De analisten op Wall Street hadden de lat daarbij wel fors lager gelegd. De afgelopen maanden kwam er aan de neerwaartse bijstelling van de verwachte bedrijfsresultaten voor Amerikaanse ondernemingen voor 2019, een einde. Voor 2020 wordt een herstel van de winstgroei verwacht die zelfs weer in de dubbele cijfers terug kan keren.

Goed decennium voor Amerikaanse aandelen

De Amerikaanse aandelenbeurzen hebben een geweldig decennium achter de rug, met koerswinsten in zeven van de laatste tien jaar en een totaalrendement van meer dan 246% voor de S&P 500-index*. Het jaar 2018 was de grote uitzondering, met een koersdaling van 6,2%; 2019 was één van de beste jaren sinds de mondiale crisis van 2009, met een aandelenrendement tot eind november van meer dan 25% waarbij de Amerikaanse beurzen zelfs nieuwe 'all-time highs' bereikten. Beurspessimisten zijn cynisch over deze stijging. Volgens hen zijn de koerswinsten van het afgelopen decennium vooral het resultaat van een extreem los monetair beleid van de Amerikaanse centrale bank en van de inkoop van eigen aandelen door bedrijven. In die visie hebben de koerswinsten dan weinig te maken met 'fundamentals', waarvan winstgroei en dividend de belangrijkste zijn. Toch laten historische datareeksen ons zien dat er zelden een zo duidelijke samenhang (correlatie) heeft bestaan tussen koerswinsten aan de ene kant en dividendstromen en winstgroei aan de andere, dan in de afgelopen 10 jaar. In het afgelopen decennium bedroeg de groei van de winst per aandeel van de S&P 500-bedrijven tot eind september 2019 gemiddeld 10,5% per jaar. Het dividendrendement kwam uit op 2,0%, waarmee de stijging van de koers-winstverhouding slechts op gemiddeld minder dan 1% per jaar uitkwam. Men kan in ieder geval niet zeggen dat de beurzen op basis van de fundamentals momenteel veel te duur zijn. De S&P 500 noteerde eind november een koers-winstverhouding voor 2020 van 18,6 en

daarmee ligt deze maar net boven het langeretermijngemiddelde. Daarbij rekent de markt wel met een verwachte winststijging in 2020 van 10% en die moet wel gerealiseerd worden.

Gematigde groei Europese aandelen

Europese aandelenmarkten presteerden in het afgelopen decennium minder goed dan de Amerikaanse beurzen. Niettemin steeg de MSCI Europa-index van eind 2009 naar eind november 2019 met 55%, waarmee inclusief een (netto) herbelegd dividend een totaalrendement van 117,6% werd behaald, oftewel gemiddeld 8,15%. Het dividendrendement draagt in Europa relatief sterker bij aan het totaalrendement. Er zijn meerdere oorzaken voor het achterblijven van de Europese beurzen. In 2011 speelde de eurocrisis de Europese aandelenmarkten parten. Daarnaast viel de winstgroei in Europa ook steeds veel lager uit dan in de VS. In Europa wogen de financiële waarden (banken en verzekeraars) veel zwaarder in de index, terwijl de technologiesector een veel lagere weging heeft dan in de VS. In de VS zijn de bedrijfswinsten tot ver boven de niveaus van voor de mondiale financiële crisis gestegen, in Europa is dat maar nauwelijks het geval. Voor 2019 verwachten analisten gemiddeld een stagnerende groei, of zelfs een daling van de winst per aandeel voor Europese ondernemingen, maar voor 2020 wordt op een aanzienlijk herstel gerekend van om en nabij de 10%. Na de forse verkiezingsoverwinning van de Britse Conservatieven onder Boris Johnson, is duidelijk dat het Verenigd Koninkrijk de EU 31 januari 2020 zal verlaten, maar die vertrekdatum zal slechts het einde van het begin van het Brexit-proces markeren. De tweede fase, het opbouwen van een nieuwe relatie met de EU, is nóg belangrijker dan het regelen van de scheidingsvoorwaarden, waar drieënhalf jaar over gesteggeld is. Johnson streeft naar een uitgebreide handelsdeal met de VS, maar Europa is tot nu toe de grootste exportmarkt van het VK. De Europese Unie zal niet zo maar een onbelemmerde toegang tot de Europese markten willen aanbieden en zal van het VK eisen dat het veel Europese regels respecteert. Wij achten de kans groot dat zowel de EU als het VK een harde scheiding en daarmee schade aan de Europese en Britse economie wil voorkomen.

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

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

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
USA	3,3%	12,4%	22,8%	2,1%	10,3%	10,9%
Europa	-0,7%	20,9%	5,6%	4,7%	8,2%	8,0%
Japan	11,0%	33,7%	2,6%	-5,3%	5,8%	8,0%
Azië-Pac, ex-Japan	-0,3%	26,2%	1,2%	-0,3%	12,5%	12,6%

* De S&P 500 steeg tussen eind 2009 en eind november 2019 met 181,7% (gemeten in Amerikaanse dollars). Inclusief een (netto) in aandelen herbelegd dividend kwam het totaalrendement uit op 246%; een gemiddelde van 13,3%. Eind september was dit 10,06%.

Emerging Markets

De bedrijfswinsten in de opkomende markten zijn de afgelopen 10 jaar fors gestegen, zelfs met veel hogere groeipercentages dan in de VS. In 2019 stagneerde de groei van de winsten in de opkomende markten, maar voor 2020 verwachten analisten een groei van zo'n 15%. Grote Chinese technologieplatforms, zoals Alibaba en Tencent, laten aanhoudend een hoge groei van winst en omzet zien. Daarnaast hebben ook de Chinese autoriteiten nog mogelijkheden om de economie te stimuleren. Wij verwachten voor 2020 mondiaal een trage, lage voortzetting van economische expansie en herstel van de groei van de bedrijfswinsten.

Visie aandelenbeurzen 2020

Van het monetaire beleid zal in 2020 waarschijnlijk geen impuls meer uitgaan op de aandelenmarkten. De laagblijvende rente zal overigens de interesse voor aandelen wel blijven onderbouwen. De beurzen, en met name de Amerikaanse, zijn na de forse stijging van de koersen in 2019 niet goedkoop meer. De rendementen op de aandelenmarkten komen daarmee waarschijnlijk niet uit oplopende waarderingen, maar uit de winstgroei van bedrijven. Die worden vooralsnog door analisten geschat op 8 tot 10% voor 2020. Overigens mag zoiets niet 1 op 1 naar beurskoersen worden vertaald. In 2018 was er een forse winstgroei en daalden de beurzen. In 2019 was sprake van een beperkte winstgroei en was het toch een uitstekend beursjaar.

Het opnieuw escaleren van het handelsconflict tussen de VS en China en andere politieke ruis, zoals de Amerikaanse presidentsverkiezingen en de afzettingsprocedure tegen president Trump, zijn risicofactoren. In ons centrale scenario gaan wij uit van stijgende aandelenmarkten, maar 'de rebound' van 2019 zal zich in 2020 niet gemakkelijk herhalen. In onze aandelenbeleggingen zullen we in 2020 vasthouden aan ons beleid dat we voor de lange termijn in Azië belegd willen zijn, vanwege de hogere economische groei in deze regio.

L'Oreal

Het gestage patroon van de solide omzetontwikkeling en de margestijging gedurende vele jaren, of zelfs decennia, is een weerspiegeling van de wereldwijde stabiele trend in de stijgende vraag naar cosmetica, waarvan L'Oreal ten volle profiteert. De vraag naar cosmetica wordt gestimuleerd door trends zoals verstedelijking, individualisering, toenemende welvaart in opkomende markten en met name consumenten die de uitgaven per hoofd van de bevolking aan producten zoals make-up en anti-verouderingsproducten, verhogen. Niet alle bedrijven kunnen van deze trends profiteren. Wisselende voorkeuren van consumenten vereisen een constante aanpassing van de merkenportfolio en consistente marketing en reputatieopbouw. Deze aanpak wordt het best ondersteund door een stabiele aandeelhoudersstructuur waarop de onderneming sinds haar oprichting kan vertrouwen. De oprichtende familie Bettencourt bezit een derde van de aandelen. Het Zwitserse bedrijf Nestlé is een grote aandeelhouder in L'Oréal sinds de zeventiger jaren. Samen beheersen ze de meerderheid van de stemrechten en isoleren ze L'Oréal van de eisen van beleggers met een kortetermijnhorizon, die in deze sector zo schadelijk kan zijn.

Stryker

Stryker is een van oorsprong Amerikaanse producent van medische hulpmiddelen die een sterke groei doormaakt, autonoom en door acquisities. Stryker is één van de grootste 'pure play'-pro-

ducenten van medische technologie. Het concurrentievoordeel van het bedrijf is gebaseerd op gespecialiseerde verkoopteams die zich richten op verschillende soorten artsen (orthopedisten, algemene chirurgen en neurochirurgen) en een toonaangevende nadruk op R&D. In de afgelopen drie jaar is het R&D-budget van Stryker met 10% per jaar gestegen tot 6,3% van de omzet. De R&D-focus wordt aangevuld met overnames die erop gericht zijn de aanwezigheid van het bedrijf in de hoogste groei en de meest innovatieve segmenten van de sector medische technologie, te vergroten. Zo kunnen de acquisities ook worden beschouwd als externe bronnen voor onderzoek en ontwikkeling. In de afgelopen vijf jaar realiseerde Stryker een sterkere groei die hoger lag dan een reeks medische technologiebedrijven. In de afgelopen periodes is het ongeveer 3 keer sneller gegroeid dan rivaal Johnson&Johnson en ongeveer 1,5 keer zo snel als marktleider Medtronic. Vanaf begin 2015 heeft Stryker de aanwezigheid in Europa verdiept na de opening van zijn Europese hoofdkantoor in Amsterdam.

Salesforce.com

Salesforce.com is een cloud-gebaseerd software-as-a-service klantrelatiebeheer of CRM-softwarebedrijf. Het biedt zijn software aan via zijn Sales Cloud, Service Cloud, Marketing Cloud en Salesforce Platform-oplossingen. Het bedrijf heeft een uitgebreid software-aanbod op het gebied van mobiel, sociaal netwerken, marketing- en relatiebeheeranalyse en kunstmatige intelligentie. Salesforce.com verkoopt zijn software op basis van een abonnement, zowel rechtstreeks als via externe partners, inclusief systemen van integrators, adviesbureaus en distributeurs. De snelle groei rechtvaardigt de hoge waardering van dit aandeel.

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.

Beleggingsbeleid FundShare

Stroeve Beheerd Beleggen Behoud

Het Behoudfonds liet ook in het vierde kwartaal van 2019 een positieve ontwikkeling zien. In het afgelopen kwartaal bedroeg de performance van het Behoudfonds 0,45%. Dit brengt de performance voor het gehele jaar 2019 op 5,82%.

De obligatierente in het vierde kwartaal van 2019

Begin 2019 bedroeg het effectieve rendement op een 10 jaars Nederlandse staatslening 0,4%. Onder invloed van de Amerikaanse renteverlagingen heeft het effectieve rendement op een Nederlandse 10 jaars staatslening in de zomer zelfs even de -0,5% geraakt. Na de laatste renteverlaging van de Europese Centrale Bank is de rente evenwel beperkt opgelopen tot -0,1%.

Het Amerikaanse rentebeleid

Na een drietal renteverlagingen heeft de Amerikaanse centrale bank aangegeven dat men zich vooralsnog comfortabel voelt met het huidige renteniveau. Dit bleek uit het laatste verslag van de vergadering van de Amerikaanse centrale bankiers, dat begin januari 2020 werd gepubliceerd. Nadat tussen 2015 en 2018 de rente stelselmatig werd verhoogd, heeft de centrale bank in 2019, tussen juli en oktober, een drietal maal verlaagd naar een range tussen de 1,5% en 1,75%. Deze zogeheten mid cycle adjustment werd beargumenteerd door de onzekerheden voor de wereldeconomie als gevolg van bijvoorbeeld de handelsoorlog en de Brexit.

De Amerikaanse inflatie is vooralsnog geen probleem. Doel is deze rond de 2% te houden, waarbij deze juist veelal daar onder ligt. De onderliggende inflatie ligt momenteel op 1,6%.

De meest recente gegevens over de Amerikaanse banenmarkt en loongroei over de maand december 2019, hebben weinig bijgedragen aan de verwachtingen ten aanzien van het pad van het monetaire beleid van de Federal Reserve. Futures van federale fondsen, die beleggers gebruiken om te wedden op het pad van de rentetarieven, tonen ruwweg een één op vier waarschijnlijkheid dat de Fed de rente in juni zal verlagen. Voor de Fed zijn deze cijfers geen reden om de huidige opinie, dat het rentebeleid op "hold" staat, te veranderen.

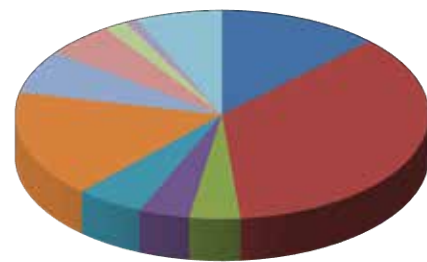
Het beleid van de ECB

Het beleidscomité van de Europese Centrale Bank kwam medio september met een nieuw pakket aan steunmaatregelen, die vooraf als de 'Big Bazooka' van Draghi werd aangekondigd. De beleidsrente werd verlaagd van -0,4% naar -0,5% en de deur naar verdere renteverlagingen blijft nadrukkelijk openstaan. Daarnaast werd het opkoopprogramma van Europese obligaties opnieuw opgestart

Rente

Rente 10-jarige leningen	ult.sept 2018	ult. dec 2018	ult.maart 2019	ult.juni 2019	ult. sept 2019	ult. dec. 2019
Nederlandse Staat	0,58	0,39	0,03	-0,16	-0,42	-0,06
Duitsland	0,47	0,24	-0,07	-0,33	-0,57	-0,19
USA	3,06	2,68	2,41	2,01	1,66	1,88
Italië	3,15	2,74	2,49	2,10	0,82	1,41
Spanje	1,50	1,42	1,10	0,40	0,15	0,46

Verdeling portefeuille in de risicomijdende sfeer, Stroeve Beheerd Beleggen Behoud per 31 dec 2019



- Achtergestelde leningen
- Bedrijfswaarden (via indexbeleggingen)
- Bedrijfswaarden Individueel EUR
- Bedrijfswaarden Individueel HY
- Emerging Markets Loc.Currency Bonds
- Europese Staatsleningen (o.a. via indexbeleggingen)
- Notes met volledige kapitaalgarantie
- Liquiditeiten
- Notes met beperkte kapitaalgarantie

vanaf november, met aankopen van € 20 miljard per maand. Het zal pas worden gestaakt als de inflatieverwachtingen weer langere tijd terug zijn bij de doelstelling van de ECB, vlak onder 2%. Ook krijgen banken nog gunstiger voorwaarden voor leningen bij de centrale bank en wordt de sector gedeeltelijk gecompenseerd voor de pijn van de negatieve rente. Belangrijkste signaal van de centrale bank was evenwel een oproep aan de lidstaten, en met name de over-schotlanden Nederland en Duitsland, om door extra begrotingsuitgaven de economie te gaan stimuleren.

De grote lakmoesproef in het komende jaar is waarschijnlijk Duits-

Rendementen categorieën vastrentend

		2018	2019	1e kwartaal 2019	2e kwartaal 2019	3e kwartaal 2019	4e kwartaal 2019
Aggregaat Europese bedrijfsobligaties (IG*)	EUR	(1,25)	6,24	3,20	2,16	1,29	(0,51)
(Markit iBoxx-index) Euro	EUR	(3,37)	9,55	4,76	1,68	1,11	1,72
Bedrijfsobligaties High Yield							
Barclays Em. Markets Local	USD	(5,71)	13,08	3,14	4,72	(0,55)	5,27
Currency Staatsleningen							
(Barclays-index) EuroAgg	EUR	0,98	6,77	2,53	3,38	3,80	(2,95)
Treasuries Total							
Nederlandse staatsleningen	EUR	2,38	3,65	2,30	2,34	2,48	(3,38)
Europese staatsleningen	EUR	0,98	6,77	2,53	3,38	3,80	(2,95)
Netherlands Cash Indices	EUR	(0,39)	(0,29)	(0,10)	(0,10)	(0,10)	(0,10)
1 maands LIBOR							
Netherlands Cash Indices	EUR	(0,36)	(0,27)	(0,09)	(0,09)	(0,09)	(0,09)
3 maands LIBOR							

* IG = Investment Grade

Rendementen in euro's, m.u.v. EMLC Staatsleningen
Resultaten tot en met 31 december 2019

land. De Europese centrale bank heeft aangegeven dat voor verdere stimuleringsmaatregelen niet meer naar het monetaire beleid, maar naar het begrotingsbeleid moet worden gekeken. De Duitse economie staat onder negatieve druk door de problemen in de auto-industrie. De export naar met name China stagneert; de auto-industrie moet fors investeren in elektrisch aangedreven auto's. De economie daar scheert langs de rand van een recessie. Internationaal, maar ook nationaal, is er forse druk op de Duitse regering met een stimuleringsprogramma te presenteren, bijvoorbeeld voor infrastructuur en verduurzaming. Er wordt gesproken over tenminste € 50 miljard. De vraag is of ze het gaan doen. Het zuinige land heeft de afgelopen jaren een begrotingsoverschot gehad, ondanks oproepen van anderen in Europa meer uit te geven om de regionale Europese economie te stimuleren. Als Duitsland fiscale stimuleringsmaatregelen levert, dan zou verwacht mogen worden dat de 10 jaars rente op Duitse staatsleningen van negatief naar nul gaat. Omdat de rente op Nederlandse staatsleningen een fractie hoger ligt dan de Duitse, zou deze rente hier van -0,1% naar een zeer beperkt positieve rente gaan. Dit betekent een meer steile rentecurve, aangezien de Europese Centrale Bank, nu onder leiding van mevrouw Lagarde, de centrale bankrente (nu -0,5%) in 2020 zeker in de eerste helft van het jaar wel onveranderd zal laten. Alleen indien de Europese economie verder zou afglijden bij een laag blijvende inflatie, mag nog enige actie worden verwacht. Wij voorzien dit momenteel overigens niet. De economische situatie in Europa lijkt zich op een laag peil te stabiliseren. De laatste renteverlaging door voorheen president van de ECB Draghi, heeft veel weerstand opgeroepen in de noordelijke lidstaten. Op enig moment zal mevrouw Lagarde in de eerste helft van 2020 een indicatie van haar toekomstige beleid moeten geven. Wij verwachten dat ze meer een consensusbeleid zal proberen te formuleren. Zoiets heeft tijd nodig. Een uitkomst van de evaluatie zou kunnen zijn dat de inflatiedoelstelling van de ECB enigszins wordt aangepast. Nu is het doel dat die juist beneden de 2% uitkomt. Een ruimere marge, zowel aan de boven- maar vooral de onderzijde, zou één van de uitkomsten kunnen zijn, die de centrale bank meer vrijheid van handelen geeft.

Beleid van de beheerder

In grote lijnen bleef het beleid van de beheerder over 2019 onveranderd. Er werd vastgehouden aan een combinatie van staatsleningen, highyieldobligaties, emergingmarketobligaties, bedrijfsobligaties en garantienotes. De consensus onder internationale banken is dat voor 2020 de meest interessante obligatiebeleggingen te vinden zijn in de Emerging Markets. De nadruk in het looptijdenbeleid (duration) is relatief voorzichtig. Voor de beleggingen in de wat hoge rentende sfeer wordt veelal gebruik gemaakt van beleggingsfondsen. Belangrijk is daarbij de spreiding en daarmee de risicobeheersing.

Rente visie 2020

Mogelijk hebben we in augustus 2019 het dieptepunt van de renteontwikkeling gezien, met een negatieve rente op 10-jarige Duitse staatsleningen van 0,65%. Onlangs bleek uit een berekening over het effect van de aankopen van de Europese Centrale Bank, dat de lange rente nu 1,6 procentpunt lager ligt door de acties van de ECB. Het monetaire beleid van de centrale bank, zoals een negatieve rente, is omstreden, omdat het ongunstig is voor spaarders en pensioenfondsen. Wij verwachten echter voorlopig geen wijziging van het beleid onder de nieuwe ECB-president, Christine Lagarde. In de VS was het monetaire beleid in 2018 verkrappend, maar in 2019

werd opnieuw verruimd. Voor 2020 verwachten wij dat de centrale banken een pas op de plaats zullen maken en dat de rente zich zijwaarts zal bewegen. De effectieve rente van kwalitatief goede Europese staats- en bedrijfsobligaties is dermate laag, dat wij deze beleggingscategorie onderwegen. Samengevat, voor Europa zien wij vooralsnog geen verdere verruiming, mits er economisch een duidelijke verslechtering optreedt, bijvoorbeeld in Duitsland dan wel als gevolg van de Brexit. Dit is echter niet ons centrale scenario.

FundShare UCITS Stroeve Beheerd Beleggen Behoud

De voornaamste doelstelling van het 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

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) 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.