

De ontwikkelingen in het eerste kwartaal van 2020 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, april 2020.

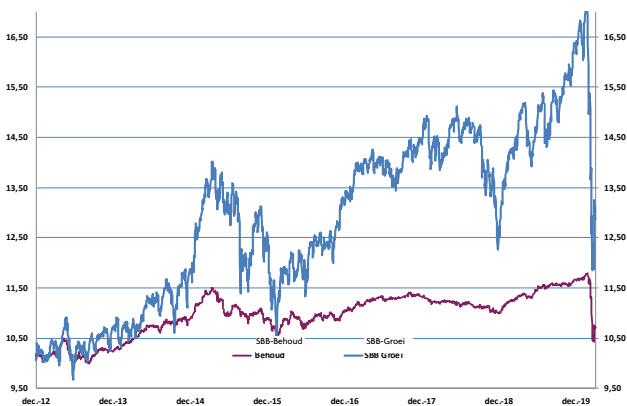


Staan voor uw vermogen

De ontwikkelingen in het eerste kwartaal van 2020

en de vooruitzichten voor de rest van het jaar

Koersontwikkeling Fondsen Groei en Behoud



De beleggingsresultaten en overige informatie

De performance van de participatie FundShare Stroeve Beheerd Beleggen Groei bedroeg in het eerste kwartaal van 2020 -19,12 %. Voor geheel 2019 bedroeg de koersstijging in totaal nog 28,44%. De koers van het fonds kwam daarmee aan het einde van het eerste kwartaal uit op € 13,1302. De performance van de participatie FundShare Stroeve Beheerd Beleggen Behoud bedroeg in het eerste kwartaal van 2020 -7,97%. Voor geheel 2019 was er nog een toename van 5,82%. De koers van het fonds eind maart 2020 kwam uit op € 10,7115. Sedert aanvang (november 2012) heeft het Groeifonds een gemiddeld jaarrendement behaald van 3,75%, het Behoudfonds van 0,93%.

De financiële markten kregen in het eerste kwartaal forse klappen. Belangrijkste was daarbij het coronavirus, dat in grote delen van de wereld leidde tot een lockdown van grote delen van de economie. Daarbovenop kwam nog een conflict over de olieprijs tussen Saoedi Arabië en Rusland. Over een herstel van de aandelen- en obligatiemarkt valt iets te zeggen op het moment dat we weten wanneer de lockdown eindigt. Pas op dat moment is een inschatting te maken van de schade aan de economie. Nu is dat nog niet mogelijk.

Marktindices

* IG = Investment Grade

Resultaten tot en met 31 maart 2020

Prestaties in Euro's	Geheel 2017	Geheel 2018	Geheel 2019	1e kwartaal 2020
Nederlandse staatsleningen	(1,02)	2,38	3,66	1,59
Europese staatsleningen in euro's	0,24	0,98	6,77	0,29
Aggregaat Europese obligatiemarkt (*IG)	0,68	0,41	5,98	(1,13)
Europese bedrijfsobligaties (*IG)	2,41	(1,25)	6,24	(6,15)
Internationale aandelen (MSCI World)	7,51	(4,11)	30,02	(19,23)
Europese aandelen	10,24	(10,57)	26,05	(22,59)
Aandelen in de eurozone	12,63	(12,75)	25,45	(25,10)
Amerikaanse aandelen	4,97	(1,60)	31,45	(18,20)
Aandelen Emerging Markets	20,59	(10,27)	20,61	(21,84)
Vastgoed Eurozone (EPRA)	17,66	(8,16)	21,02	(25,42)
Grondstoffen (DJ UBS), in euro's	(11,47)	(8,64)	7,40	(21,76)

De vooruitzichten voor de rest van het jaar

Waarom denken wij dat dit niet het moment is beleggingen af te bouwen? De verleiding in tijden van crisis is om gefixeerd te raken op het worst case scenario, defensief te worden en te focussen op het behoud van kapitaal. We denken dat dat een vergissing is: dit is niet het moment om te verkopen. De correctie heeft al plaatsgevonden en de activa zijn al geprijsd voor pandemie en misschien wel paniek. De vooruitzichten zijn onzeker, maar we hebben niet de luxe om uit te stappen en te kunnen wachten tot er volledige duidelijkheid is over de uiteindelijke impact van het virus op de samenleving en de economie. Markten zullen de gevolgen van COVID-19 inprijzen, lang voordat alle onzekerheid is verdwenen. Als langetermijninvesteerdere moeten we een standpunt innemen over de uiteindelijke menselijke, sociale en economische kosten van het virus en die visie vervolgens toetsen aan de huidige waarderingen in de markt. De koersdalingen, en zeker op de markt voor bedrijfsobligaties van goede kwaliteit, lijken te ver gegaan, aangewakkerd door paniek en ontwijking van de markten. De waarderingen beginnen aantrekkelijk te worden en we zullen het huidige risico-exposure in de beleggingsportefeuille dus niet verminderen.

De aanleiding

De uitbraak van het coronavirus leek in januari aanvankelijk tot de Chinese miljoenenstad Wuhan en de provincie Hubei beperkt te blijven dankzij de strenge ingrepen van de Chinese autoriteiten. Het risico van de wereldwijde verspreiding van het virus werd door vrijwel alle experts, inclusief die van de wereldgezondheidsorganisatie, WHO, ernstig onderschat.

Inmiddels beperkt de pandemie van het coronavirus SARS-CoV-2 (dat bij mensen de ziekte COVID-19 kan veroorzaken) mondiaal onze bewegingsvrijheid, is de wereldeconomie tot stilstand gekomen en maakt het virus veel slachtoffers. Door de snelle verspreiding van het virus stromen wereldwijd de ziekenhuizen vol en dreigt er een rampscenario dat geen intensive care geleverd kan worden aan patiënten die nog zouden kunnen herstellen; de exponentieel oplopende curve van het aantal patiënten moet dus met harde ingrepen worden gedempt. Het verloop van deze curve en de duur van de pandemie zijn de belangrijkste factoren voor de herstelscenario's van de wereldeconomie en van de effectenbeurzen. Krijgen we te maken met een kortstondige recessie, of mondt deze gezondheids crisis uit in een langdurige depressie?

Op de internationale effectenbeurzen buiten China, werden de gevolgen van de uitbraak van het coronavirus in Wuhan tot medio februari nog gebagatelliseerd. De brede Amerikaanse aandelenindex, de S&P 500, bereikte een all time high recordstand van 3391,33 punten. De AEX-index bereikte het niveau van 632,12 punten. Toen het virus echter na 19 februari uitbrak naar de regio Lombardije in Noord-Italië en de rest van Europa, sloeg het sentiment op de aandelenmarkten compleet om, van 'risk on' naar 'risk off'. Daarnaast ontketende Saoedi-Arabië op 9 maart onverwachts een grote prijzenoorlog door de olieproductie naar recordhoogte te sturen en hoge kortingen te geven aan afnemende landen, nadat overleg over een productiebeperking met Rusland was mislukt. Die actie leidde tot een scherpe daling van de olieprijs. Waar een vat ruwe Brent-olie begin dit jaar nog ruim \$ 68 kostte, zakte de olieprijs naar minder dan \$ 29 per vat. Dit leidde ook tot een nieuwe paniekgolf op de financiële markten, waarbij niet alleen de aandelenmarkten werden getroffen, maar in de rush naar liquiditeiten, ook vastrentende waarden fors onder druk kwamen te staan, met name het segment hoogrentende obligaties (high yield) en schuld uit opkomende markten. De stijging van de rente op Europese staatsleningen werd de kop ingedrukt door het aankoopprogramma van de Europese Centrale Bank. De premies (spreads) op bedrijfsobligaties liepen daarbij fors op, zowel bij leningen van kredietwaardige (investment-grade) bedrijven, als bij high yield. Vanwege de gebrekkige liquiditeit stegen de spreads naar niveaus die de premie voor toenemende faillissementsratio's (default rates) naar onze inschatting ver overtrof. Het gemiddeld obligatiefonds daalde daardoor met ruim 8%.

Recessie

Het is in ieder geval economisch zwaar weer geworden. Volgens recente schattingen van de OESO en het IMF nemen de productie en dienstverlening met tientallen procenten af en kost iedere week opsluiting ongeveer een half procent van het BBP. Kleine, middelgrote en grote bedrijven worden direct in het hart getroffen. Een groot aantal mensen kan door de verbeterde digitale infrastructuur prima thuiswerken, maar veel productielijnen, waar ondanks automatisering en robotisering toch nog fysieke aanwezigheid van medewerkers is vereist, zijn stilgelegd. Ook is de productie in veel fabrieken stilgevallen door het haperen van de internationale aanvoerlijnen. Dit zijn de problemen aan de aanbodzijde van de economie. Het stilleggen van het internationale reisverkeer,

het toerisme, de horeca, de evenementenbranche, de sport en persoonlijke verzorging, leidt tot een enorme vraaguitval in de dienstensector. Omdat omzetten wegvallen en ondertussen de kosten doorlopen en veel bedrijven niet over voldoende financiële buffers beschikken, is het duidelijk dat veel faillissementen niet voorkomen kunnen worden. Zodra de oplopende curve van besmettingen is gedempt, moet er een snelle herstart kunnen plaatsvinden, maar dat kan alleen als er niet teveel productie- en dienstverleningscapaciteit structureel uitvalt, als er niet teveel bedrijven omvallen. Anders dan bij de eerdere handelsconflicten tussen de VS en China, wordt nu niet alleen de industriële sector, maar vooral ook de dienstensector getroffen. Die is in de meeste landen veel groter dan de industriële sector.

Internationale zakenbanken en onderzoeksinstituten, zoals ons eigen Centraal Plan Bureau en die van de OESO en het IMF, schatten in dat de economische schade voor het eerste, maar vooral het tweede kwartaal van dit kalenderjaar dramatisch zal zijn. We zien prognoses die erop duiden dat de Amerikaanse economie in het eerste kwartaal van 2020 gekrompen zou zijn met 4 procent, de Britse economie met 10 procent en die van de eurozone met 15 procent. De Chinese economie zakte in sommige ramingen over het eerste kwartaal helemaal diep weg met een krimp van ruim 40 procent. Al deze prognoses zijn zeer onzeker vanwege het grote schokeffect van de lockdown.

Beleggingsbeleid in 2020

In ons vorige kwartaalbericht schreven wij als conclusie onder meer: 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. Wij blijven aandelen favoriseren, mede vanwege de lage rente, al zijn de beurzen niet goedkoop meer.

Wie had het coronascenario aan het begin van 2020 kunnen voorspellen? De enige zekere uitweg uit de gezondheids crisis is een nieuw vaccin, maar daar mogen we voorlopig nog niet op rekenen. In de tussentijd kan er heel veel gebeuren. Bij het schrijven van deze visie, begin april, zien wij nog geen tekenen van economisch herstel, maar wij menen dat de gigantische steunmaatregelen van de centrale banken en van de verschillende nationale overheden, voldoende zullen zijn om de kloof te overbruggen, mits de lockdown niet te lang duurt. Dat ze voldoende zijn om gezinshuishoudingen inkomenssteun te bieden, zodat men kan blijven consumeren en dat ze voldoen om te voorkomen dat er heel veel bedrijven failliet gaan en de productie- en dienstverleningscapaciteit structureel wordt aangetast. Wij zijn van mening dat ook bij veel ondernemingen uiteindelijk herstel van de winstgroei zal plaatsvinden. Als de historie ons één les leert, is het dat een 'event driven'-recessie van korte duur kan zijn en in snel tempo kan leiden tot het herstel van de economie en de rendementen op de financiële markten.

Beleggingsbeleid FundShare

Stroeve Beheerd Beleggen Groei

In het eerste kwartaal zorgden vanaf medio februari de ontwikkelingen rond het coronavirus en de olieprijs voor een forse daling van de aandelenbeurzen wereldwijd. De koers van FundShare Stroeve Beheerd Beleggen Groei daalde per saldo met 19,12%, na een stijging over geheel 2019 van 28,44%.

De beursdaling

Op de internationale effectenbeurzen buiten China werden de gevolgen van de uitbraak van het coronavirus in Wuhan tot medio februari nog gebagatelliseerd. De brede Amerikaanse aandelenindex, de S&P 500, bereikte een all time high recordstand van 3391,33 punten. De AEX-index bereikte het niveau van 632,12 punten. Toen het virus echter na 19 februari uitbrak naar de regio Lombardije in Noord-Italië en de rest van Europa, sloeg het sentiment op de aandelenmarkten compleet om, van 'risk on' naar 'risk off'. De AEX noteerde zelfs kort beneden de 400. Daarnaast ontketende Saoedi-Arabië op 9 maart onverwachts een grote prijzenoorlog door de olieproductie naar recordhoogte te sturen en hoge kortingen te geven aan afnemende landen, nadat overleg over een productiebeperking met Rusland was mislukt. Die actie leidde tot een scherpe daling van de olieprijs. Waar een vat ruwe Brent-olie begin dit jaar nog ruim \$ 68 kostte, zakte de olieprijs naar minder dan \$ 29 per vat. Dit leidde tot een nieuwe paniekgolf op de financiële markten.

Wereldconjunctuur

De uitbraak van het coronavirus heeft geleid tot een wereldwijde lockdown van de economie. Wat zijn de voorwaarden voor een snel herstel van de wereldconjunctuur en daarmee van de aandelenbeurzen? De conjunctuur kan snel opnieuw in een expansiefase terechtkomen, mits de uitbraak van het virus vlot onder controle komt. Veel economen gaan uit van een V-vormig herstelscenario. In dit V-scenario zou aan het eind van het jaar de meeste economische krimp weer zijn goedge maakt. De veronderstellingen voor het V-scenario vinden wij redelijk, maar de rechterpoot van de 'V' zal waarschijnlijk minder steil zijn dan de linkerpoot. Een U-vormig-herstel achten wij waarschijnlijker. De afgelopen jaren bleef de economie in Europa en de VS nog goed draaien omdat de impact van het handelsconflict tussen de VS en China beperkt bleef tot de industriële sector. Nu is door de 'lockdown' in veel landen vooral de dienstensector getroffen en deze is in veel landen groter dan die van de industrie. In een groot deel van de dienstensector, bijv. horeca, zal er ook niet echt sprake zijn van een inhaalvraag. Niet alle geannuleerde zakelijke en vakantie reizen zullen alsnog gemaakt worden. Veel zal ook afhangen van het consumentensentiment. Het angstvirus, mede als gevolg van de talloze dramatische internet- en sociale mediaberichten, kan een rem op het herstel zetten. Veel mensen met geringe spaartegoeden zullen eerst weer hun buffers willen aanvullen en niet direct tot grote bestedingen overgaan. Zolang de bevolking nog niet gerustgesteld is over het traject van de pandemie, is het een illusie te verwachten dat mensen direct weer gaan produceren, uitgeven of reizen alsof er niets is ge-

beurd. Ondernemers zullen eerst nog de kat uit de boom kijken, eer zij hun investeringsplannen zullen uitvoeren. Hoe langer de stilstand van de economie in veel sectoren duurt, des te groter de blijvende schade zal zijn. Maar vroeg of laat zal de economische activiteit weer opgestart worden. Veel economen gaan er nu nog vanuit dat de virusuitbraak in het tweede kwartaal van dit jaar onder controle komt. Dat is een cruciale voorwaarde voor het economisch herstel later in het jaar.

Winstontwikkeling

Op het moment van schrijven van deze nieuwsbrief gaan veel analisten nog uit van een kortstondige recessie en een V-vormig herstel van de economie. Als de lockdown langer gaat duren zullen analisten hun taxaties wellicht nogmaals fors neerwaarts moeten bijstellen. Voor de Europese Stoxx 600-ondernemingen wordt door hen voor het eerste kwartaal van 2020 een grotere krimp verwacht dan voor de Amerikaanse S&P 500. Het is logisch voor het eerste kwartaal dat voor Europese ondernemingen zwakkere resultaten worden verwacht dan voor de Amerikaanse S&P 500-bedrijven. Naast het feit dat het virus in de VS pas aan het einde van het eerste kwartaal echt toesloeg, heeft dat ook veel te maken met de samenstelling van de index. In Europa hebben veel ondernemingen veel meer exposure naar China. In het eerste kwartaal zat China al op slot en zo viel gelijk een deel van de omzet van Europese exporteurs weg, zoals bijvoorbeeld de auto-industrie.. T.o.v. de Amerikaanse bedrijven behaalt ook een groter deel van de Europese beursgenoteerde ondernemingen hun omzet direct in Azië, bijvoorbeeld de Franse producenten van luxe consumentengoederen en modeproducten LVMH en Kering. De Amerikaanse S&P 500 heeft ook een relatief grotere IT-sector en die blijft in de coronacrisis juist goed overeind. Het digitale thuiswerkfenomeen tijdens de coronacrisis bevestigt, ondanks alle beperkingen en gezinsproblemen, nog maar eens dat de informatie- en communicatietechnologie essentieel is om de productiviteit in stand te houden. Voor de Amerikaanse S&P 500 en de Europese Stoxx 600 wordt voor het gehele jaar op dit moment een bescheiden krimp van de winsten voorzien. Echter, de onzekerheid is groot en dit kan later tegenvallen.

Visie aandelenbeurzen

De combinatie van het coronavirus en (in mindere mate) de ontwikkeling van de olieprijs, maakt het nodig onze visie op de beurzen dit jaar fors bij te stellen. Van een positieve winstontwikkeling van 8-10% voor de bedrijven wereldwijd, die eerst werd voorzien, kijken we nu aan tegen een daling van de winsten als gevolg van de lockdown van de economie. Volgens de analisten kan pas in het vierde kwartaal van 2020 een draai ten goede

voor de winstontwikkeling verwacht worden. Vanzelfsprekend kunnen op enig moment de beurzen hierop vooruit gaan lopen. Vooral nog zijn wij van mening dat de aandelenmarkten niet in een structurele 'bear-market' verkeren en dat ook bij veel ondernemingen uiteindelijk herstel van de winstgroei zal plaatsvinden. De historie leert ons de les dat een 'event driven'-recessie van korte duur kan zijn en in snel tempo kan leiden tot het herstel van de economie en de rendementen op de financiële markten.

De transacties in het eerste kwartaal

Verkopen

Schlumberger is één van 's werelds toonaangevende leveranciers van technologie, geïntegreerd projectbeheer en informatie-toepassingen voor de internationale olie- en gasindustrie. Het concern biedt geavanceerde oplossingen voor het lokaliseren, ontwikkelen en winnen van olie en gas, zowel on- als offshore. Producten variëren van pomp- en boorsystemen, tot databases met seismische gegevens en diensten en omvatten vrijwel alle stadia van exploratie, ontwikkeling en productie van olie- en gasbronnen. Schlumberger heeft de laatste jaren al fors herstructureerd, maar het concern heeft te maken met zwaar tegenvallende marktomstandigheden, waardoor de omzet- en winstontwikkeling fors onder druk staat, mede omdat de grote olie- en gasmaatschappijen momenteel fors bezuinigen op het zoeken naar nieuwe bronnen. Wij besloten in het afgelopen kwartaal tot verkoop van Schlumberger, nog net voordat een totale prijzenoorlog tussen Saudi-Arabië en Rusland uitbrak.

Aankopen

Nvidia claimt dat het in 1999 de grafische verwerkingseenheid of GPU heeft uitgevonden. Meer dan 50% van de omzet van Nvidia heeft momenteel betrekking op gaming. Nvidia heeft een marktaandeel van ca. 70% in het segment van 3D-grafische kaarten voor computers met het merk GeForce en met GeForce NOW voor game-streamingdiensten via de cloud. Het gebruik van GPU's is ook populair geworden voor het aansturen van kunstmatige intelligentie (AI)-toepassingen. Nvidia zal de komende jaren ook sterk profiteren van de ontwikkeling van het IoT, het Internet of Things. De snelst groeiende divisie van Nvidia in de afgelopen jaren was de datacentereenheid, die profiteerde van sterke investeringen van zowel Amerikaanse als Chinese tech- en internetreuzen. Nvidia behaalde ongeveer 15% van de omzet van de afgelopen jaren met het merk Tegra met microprocessors voor de aansturing van autonome robots, drones, auto's, consoles (zoals Nintendo's Switch), mobiele gaming- en entertainment-apparaten. Nvidia hanteert een zogeheten 'fabless'-strategie, waarbij het alle productiefasen uitbesteedt aan toeleveranciers, zoals TSMC, Samsung en FoxConn en BYD. Meer dan 70% van de omzet wordt gegenereerd in Azië. De coronacrisis en de daaruit voortvloeiende logistieke problemen raakt ook de business van Nvidia, maar het concern zal sterker uit de crisis komen omdat de coronacrisis het belang van datatechnologie en nieuwe toepassingen nog eens onderstreept.

American Water Works is het grootste beursgenoteerde waterbedrijf in de Verenigde Staten en levert water- en afvalwaterdiensten aan miljoenen bedrijven en gezinshuishoudingen in

een groot aantal Amerikaanse staten en de Canadese provincie Ontario. Naast de gereguleerde monopolistische nutsvoorzieningen levert het bedrijf ook diensten waarmee het concurreert met andere bedrijven, zoals het onderhoud van water- en rioolleidingen voor huiseigenaren en zuiveringsinstallaties voor de industrie. De gereguleerde activiteiten vertegenwoordigen meer dan 85% van de omzet. Tijdens de coronacrisis is de koersontwikkeling van het aandeel uitermate volatiel, mede op basis van berichten over de maatregel dat bij cliënten met betalingsachterstanden de waterleiding niet meer mag worden afgesloten en dat het coronavirus werd aangetroffen in afvalwaterleidingen en installaties. In afvalwaterzuiveringsinstallaties komen echter altijd al griepvirussen en andere ziekteverwekkers voor. De drinkwatervoorziening is veilig. Bij de watersector in de VS, die nog steeds erg gefragmenteerd is en waarbij veel kleinere waterbedrijven nog in handen zijn van gemeenten, is een sterke behoefte aan hogere efficiency en optimalisatie, zowel vanwege hogere milieu-eisen en aanpassing aan wisselende klimaatomstandigheden, als vanwege de digitalisering van de dienstverlening aan afnemers (meteropname en betalingsverkeer). De onderneming groeide de afgelopen jaren gestaag, zowel door autonome groei als door overnames, waarbij American Water Works en de aandeelhouders van de synergievoordelen konden profiteren. De waternutsvoorzieningen zijn per definitie kapitaalintensief, maar de onderneming beschikt over een relatief sterke balans en er zijn niet direct problemen te verwachten uit rente- en aflossingsverplichtingen.

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 FundShare Stroeve Beheerd Beleggen Behoudfonds liet in het eerste kwartaal van 2020 een negatieve ontwikkeling zien. In de afgelopen 3 maanden bedroeg de performance van het Behoudfonds -7,97%, waarvan alleen in de maand maart -7,58%.

De obligatierente in het eerste kwartaal van 2020

Eind 2019 bedroeg het effectieve rendement op een 10-jaars Nederlandse staatslening -0,1%. De laatste renteverlaging van de Europese Centrale Bank in het najaar van 2019 liet de rente beperkt oplopen vanaf een peil van -0,4%. De trend naar een iets hogere rente in 2020 werd evenwel onderbroken naar aanleiding van het coronavirus. Eerst daalde de rente tot -0,6% door de acties van de centrale banken. Vervolgens manifesteerde er zich een scherpe stijging tot +0,1% toen men zich tijdelijk zorgen maakte of de obligatiemarkt de te verwachten uitgifte van staatsleningen, als gevolg van de forse additionele begrotingsuitgaven, wel aan zou kunnen. Toen onmiddellijk daarop het signaal kwam van de centrale banken dat men die extra staatsleningen zou gaan opkopen en tevens direct actie werd ondernomen, daalde de rente op 10-jaars Nederlandse staatsleningen wederom tot -0,25% eind maart.

Het monetaire beleid tijdens de coronacrisis

Na een drietal renteverlagingen besloot de Amerikaanse centrale bank in 2019 dat ze zich vooralsnog comfortabel voelde met het toenmalige beleidsrenteniveau (range tussen 1,5% en 1,75%). Dit bleek uit het laatste verslag van de vergadering van de Amerikaanse centrale bankiers, dat begin januari 2020 werd gepubliceerd. Toen vanaf medio februari 2020 de gevolgen voor de financiële markten van de uitbraak van het coronavirus in Europa en de VS duidelijk werden, heeft de Federal Reserve de rente in 2 snelle stappen naar nihil teruggebracht. Men wachtte daarbij niet tot de reguliere vergaderingen, maar deed dit tussentijds, hetgeen historisch een zeer ongebruikelijke stap is. Daar bleef het overigens niet bij. De centrale bank begon weer obligaties op te kopen en nam een aantal andere maatregelen om de rente laag te houden, maar vooral om banken en andere financiële partijen van nagenoeg onbeperkte liquide middelen te voorzien, teneinde te voorkomen dat de crisis in de reële economie naar de banken zou kunnen overslaan. De ongekend snelle interventie van de Federal Reserve is vooralsnog succesvol gebleken.

Ook de Europese Centrale Bank kwam met een additioneel pakket aan maatregelen. Het beleidscomité van de ECB had medio september 2019 al een extra pakket aan steunmaatregelen doorgevoerd (de 'Big Bazooka' van Draghi). De beleidsrente werd toen verlaagd van

Rente

Rente 10-jarige leningen	dec./18	mrt./19	jun./19	sep./19	dec./19	mrt./20
Nederlandse Staat	0,39	0,03	-0,16	-0,42	-0,05	-0,22
Duitsland	0,24	-0,07	-0,33	-0,57	-0,19	-0,47
USA	2,68	2,41	2,01	1,66	1,88	0,67
Italië	2,74	2,49	2,10	0,82	1,41	1,52
Spanje	1,42	1,10	0,40	0,15	0,47	0,68

-0,4% naar -0,5% en het opkoopprogramma van Europese obligaties opnieuw gestart. Hierop daalde de rente evenwel niet meer en vond zelfs een beperkte stijging plaats. Mevrouw Lagarde, de nieuwe president van de ECB, kreeg dus net na haar aantreden te maken met een flinke crisis, terwijl het juist haar bedoeling was om het beleid van haar voorganger te herijken. Tegen de achtergrond van de ervaring met de laatste renteverlaging, werd een verdere reductie van de officiële tarieven niet meer als nuttig gezien. De markt reageerde heel even teleurgesteld, want men moest wennen aan dit nieuwe beleid. Wel werd fors ingezet op het opkopen van (staats) leningen en het verschaffen van extra liquiditeit aan de banken. Dit beleid is tot nu toe succesvol gebleken. De banken zijn, zoals wordt gezegd, ditmaal niet een onderdeel van het probleem, maar een onderdeel van de oplossing, omdat ze als transmissiekanaal fungeren voor de forse begrotingssteun van de overheden.

De noodmaatregelen van zowel de monetaire autoriteiten als de verschillende nationale overheden, zijn van een ongekend grote omvang en de besluiten daarvoor zijn in ijf tempo genomen. Alle munitie wordt uit de kast gehaald om de dramatische schade van de economische stilstand te beperken. Het noodpakket van de Amerikaanse regering van ongeveer 2.000 miljard dollar, om bedrijven en Amerikaanse gezinnen te helpen tijdens de coronapandemie, is de grootste steunoperatie in de geschiedenis. In Europa steggelen de ministers nog onderling over de noodzakelijke maatregelen op Europees niveau en de inzet van het ESM, maar op nationaal niveau worden ook extra veel uitgaven gedaan. In Duitsland zijn de dogmatische stellingen over een terughoudend begrotingsbeleid verlaten. De centrale banken hebben, zoals gezegd, forse ongelimiteerde aankoopprogramma's aangekondigd van staatsobligaties en van 'investment grade'-bedrijfsobligaties en, dat is het belangrijkste, ze verschaffen ook de nodige liquiditeit aan de banken. We zien dan ook dat de rente van staatsobligaties niet oploopt. Financiële toezichthouders bevelen financiële instellingen aan om dividend-

Rendementen categorieën vastrentend

		2018	2019	1e kwartaal 2020
Aggregaat Europese bedrijfsobligaties (IG*)	EUR	(1,25)	6,24	(6,15)
(Markit iBoxx-index) Euro Bedrijfsobligaties High Yield	EUR	(3,37)	9,55	(14,94)
Barclays Em. Markets Local Currency Staatsleningen	USD	(5,71)	13,08	(13,61)
(Barclays-index) EuroAgg Treasuries Total	EUR	0,98	6,77	0,29
Nederlandse staatsleningen	EUR	2,38	3,65	1,59
Europese staatsleningen	EUR	0,98	6,77	0,29
Netherlands Cash Indices 1 maands LIBOR	EUR	(0,39)	(0,29)	(0,10)
Netherlands Cash Indices 3 maands LIBOR	EUR	(0,36)	(0,27)	(0,09)

* IG = Investment Grade

Rendementen in euro's, M.u.v. EMLC Staatsleningen

Resultaten tot en met 31 maart 2020

uitkeringen stop te zetten, zodat dat de banken over voldoende kapitaal blijven beschikken om de kredietverlening aan bedrijven te ondersteunen. Om dit te bereiken zijn ook de kapitaalvereisten tijdelijk verlaagd. Ten slotte hebben banken de flexibiliteit gekregen in de omgang met mogelijke kredietverliezen.

Inflatiegevaar?

We moeten nu eerst de gezondheids crisis oplossen, maar de economische aardbeving van de coronacrisis zal gevolgd worden door een aantal naschokken. Het beroep van overheden op de kapitaalmarkt, door uitgifte van nieuwe staatsleningen, zal door de oplopende begrotingstekorten de komende jaren sterk toenemen. Door de enorme aankoopprogramma's van de centrale banken wordt een rentestijging voorlopig de kop ingedrukt. 'Lower for longer' is nog langer geworden. Er is een stroming onder economen die de Moderne Monetaire Theorie (MMT) aanhangen. In deze theorie gaat men er vanuit dat de hoogte van begrotingstekorten er niet toe doet, zolang de centrale banken maar bereid zijn de extra uitgifte van staatsleningen op te kopen. Vooralsnog lijken aanhangers van deze theorie het gelijk aan hun zijde te krijgen. In klassieke economische leerboeken werd gewezen op het gevaar van oplopende inflatie als gevolg van het aanzetten van de geldpersen; de monetaire financiering van de aankoopprogramma's van de centrale banken. Echter, de afgelopen decennia zien we steeds dat de inflatie laag blijft, onder meer door trends als de mondiale concurrentie, het feit dat we wereldwijd online prijzen kunnen vergelijken en op grote afstand goederen en diensten kunnen bestellen (e-commerce), plus het feit dat door technologische innovatie de efficiency en productiviteit van ondernemingen sterk is toegenomen. Als we kijken naar de inflatieverwachtingen van de markt, zoals we die kunnen destilleren uit de staatsobligaties waarvan de coupon gekoppeld is aan de inflatie, dan zijn die inflatieverwachtingen in 2020 aanzienlijk afgenomen in Europa tot een niveau dat de komende 5 jaar zeer ruim onder de doelstelling van de ECB blijft.

Slechte performance bedrijfsobligaties

In tijden dat de aandelenbeurzen onder druk staan, nemen beleggers normaliter hun toevlucht tot obligaties van sterke overheden en bedrijven. Evenwel, veel deelmarkten in financiële activa zijn het afgelopen decennium steeds minder liquide geworden, omdat banken, vanwege hogere reserveverplichtingen na de financiële crisis van 2008, minder handelsvoorraden zijn gaan aanhouden en dus ook minder gemakkelijk als tegenpartij kunnen optreden. De handel voor individuele bedrijfsobligaties is daardoor sterk teruggelopen. Veel banken hebben hun obligatiedesks de laatste jaren zelfs gesloten. In veel individuele obligatieleningen vindt nauwelijks handel plaats. Indien dan beleggers obligaties van goede kwaliteit (investment grade) willen/moeten verkopen, gaat dit tegen fors lagere prijzen, die niet de onderliggende zaken weerspiegelen. Daar komt dan nog een andere factor bij. Een steeds groter deel van de obligaties wordt niet met individuele leningen maar met continue verhandelbare exchange traded funds (ETF's) aangehouden, mede omdat dit goede beleggingsinstrumenten zijn als je gespreid wilt beleggen. Het probleem ontstaat vervolgens als de obligatie-ETF verkocht wordt, maar de onderliggende waarde moeilijk dan wel niet goed verhandelbaar is. Kortom, door een slecht functionerende obligatiemarkt zijn bedrijfsleningen, ook van goede debiteuren, relatief sterk afgestraft. Er zijn in dit segment inmiddels weer aantrekkelijke rendementen te behalen.

Visie van de beheerder

De paniek op de financiële markten heeft tot een probleem geleid bij de prijsvorming van met name bedrijfsobligaties. De liquiditeit in die markt is opgedroogd. Aangezien de renteversillen tussen staatsleningen en (vooral investment grade) bedrijfsobligaties nu zeer aantrekkelijk zijn, zullen wij in de portefeuille hierop inspelen. Wij verwachten, als de markt weer tot rust is gekomen, een herstel van de koers van het FundShare Stroeve Beheerd Beleggen Behoudfonds.

FundShare UCITS Stroeve Beheerd Beleggen Behoud

De voornaamste doelstelling van het SBB Behoudfonds 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 Behoudfonds.



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.