



Inhoud:

1. Terugblik en visie
2. Kredietwaardigheid
3. Overzicht beleggingsbeleid
4. Tenslotte

1. Terugblik en visie

Dat het 1^e kwartaal van dit jaar zeer bewegelijk is verlopen staat ons nog vers in het geheugen. Daarin speelde China een grote rol. Het 2^e kwartaal stond, zoals we weten, veelal in het teken van de Brexit welke op 23 juni jl. een feit werd middels het gehouden referendum. In de aanloop naar deze datum, maar ook na de uitslag vertoonden de aandelenbeurzen veel nervositeit. Inmiddels zien we dat de stof wat is gaan liggen en dat de rust enigszins terugkomt in de markten. Dit ingegeven door de ECB en de Bank of England welke eventuele verdere stimuleringsmaatregelen hebben aangekondigd.

Er is van tevoren en ook na de uitslag van het referendum veel gesproken over de eventuele gevolgen van de Brexit. Ook wij hebben u kort geïnformeerd middels onze flashberichten. De meeste marktpartijen gingen uit van het behoud van het VK binnen de EU, zo ook wij. Des te verrassender was de uitslag, waardoor de Brexit realiteit werd. De aandelenmarkten reageerden de ochtend van 24 juni jl. dan ook zeer negatief en kwamen met grote verliezen uit de startblokken. Ondanks dat dit onderwerp de afgelopen weken veelvuldig in de media is belicht zullen wij in dit kwartaalbericht hier zeker de nodige aandacht aan besteden.

Niet alleen de aandelenbeurzen zijn behoorlijk in beweging, ook de kapitaalmarkt vertoonde een opvallende beweging. Voor het eerst in de geschiedenis daalde de rente op de 10-jaars Duitse staatslening onder de 0 %. Dit was op 14 juni jl. In aanloop naar het Britse referendum en de onrust op de financiële markten, vluchtten beleggers naar veilige havens, zoals de staatsleningen. Nederland is overigens het tweede land in de Eurozone waar de 10-jaars rente nog zeer recent op 6 juli jl. onder de 0 % dook. De aankondiging van de ECB, begin juni, om naast staatsobligaties ook leningen van bedrijven met de hoogste kredietwaardigheid op te gaan kopen droeg ook bij aan een verdere rentedaling in Europa.

In de VS liet de FED in juni het rentetarief zoals verwacht ongewoed. Dit met de bijbehorende opmerking dat de centrale bank in aanloop naar het Britse referendum ook bereid zal zijn tot het nemen van maatregelen, mocht een daadwerkelijke Brexit plaatsvinden. Een vertrek van het VK uit de EU zal namelijk ook een nadelige impact voor de VS kunnen hebben.

Het blijkt dat de centrale banken van de grootste economieën bereid zullen zijn om op te treden, indien ze constateren dat de Brexit een te nadelig effect heeft op de huidige gematigde groeiverwachtingen. In eerste instantie is dit toe te juichen, want we hebben gezien dat de financiële markten hier de laatste weken positief op hebben gereageerd. De rust op de korte termijn is een welkom gegeven. Daarentegen zien we voor de middellange termijn nog wel een aantal hobbels welke door de politiek en de centrale banken genomen dienen te worden. We zullen dat in dit kwartaalbericht verder toelichten.

Overzicht marktontwikkelingen

Wij geven onderstaand een uitgebreid overzicht van de relevante aandelenindices en overige indices die ons inziens een representatief beeld verschaffen van de mondiale ontwikkelingen op de aandelenbeurzen. Vooral ook, omdat we in onze portefeuilles vaak indexgerelateerde producten opnemen en in toenemende mate ook beleggingsfondsen, waarbij het kunnen volgen van een dergelijke index gewenst is.

Categorie	Benchmark	31 maart 2016	30 juni 2016	Performance 2 ^e kwartaal	Performance YTD 2016
Aandelen	MSCI World	1.648,12	1.653,23	0,31 %	-0,57 %
	AEX (Ned)	440,11	435,88	-0,96 %	-1,34 %
	DAX (Dui)	9.965,51	9.680,09	-2,86 %	-9,89 %
	CAC40 (Fra)	4.385,06	4.237,83	-3,36 %	-8,61 %
	Euro Stoxx 50 (Eur)	3.004,93	2.864,74	-4,67 %	-10,20 %
	Dow Jones Ind (VS)	17.685,09	17.929,99	1,38 %	2,90 %
	S&P 500 (VS)	2.059,74	2.098,86	1,90 %	2,69 %
	Nasdaq (VS)	4.869,85	4.842,67	-0,51 %	-3,29 %
	Nikkei 225 (Jap)	16.758,67	15.575,92	-7,05 %	-18,16 %
	Hang Seng (Hong K)	20.694,98	20.806,21	0,53 %	-5,06 %
	MSCI Emerging (Opk. L.)	836,80	834,10	-0,32 %	5,03 %
	Vastgoed	Ishares Global Real Estate usd	28,59	29,24	2,27 %
Obligaties	iShares Euro Corp Bond	134,71	136,11	1,04 %	3,46 %
	iShares Euro High Yield	102,67	104,14	1,43 %	1,42 %
	iShares EUR Gov.Bnd 5-7	155,71	157,23	0,98 %	2,75 %
	iShares EUR Gov.Bnd 7-10	211,05	213,87	1,34 %	5,09 %
	JPM Em.Mkt.Bnd ETF	110,35	114,29	3,57 %	8,04 %
Grondstoffen	Brentolie	40,33	49,70	23,23 %	35,13 %
	Goud	1.231,69	1.320,75	7,23 %	24,60 %
Valuta	Eur/USD	1,1379	1,1101	-2,44 %	2,13 %
Liquiditeiten	3-maands Euribor rente tarief	-0,243%	-0,286%		

Economie in vogelvlucht

Verenigde Staten: economie groeit, maar de FED is waakzaam!

In juni heeft de FED de rente ongemoeid gelaten. Janet Yellen, voorzitter van de US Federal Reserve (Fed), meldde daarbij dat de Fed voorzichtig zal blijven met het Amerikaanse rentebeleid.

In december 2015 verhoogde de Fed de rente voor het eerst in jaren. Yellen uitte haar bezorgdheid over de vertraging van de binnenlandse groei en het mogelijke effect van internationale ontwikkelingen op het herstel van de Amerikaanse economie. Volgens Yellen kunnen de volatiele olieprijs, de onzekerheid over de Chinese economie en de Brexit een grote invloed hebben op de Amerikaanse economie.

De toelichting in juni was enigszins verrassend en stond een beetje haaks op de toelichting van mei. In het eerste kwartaal liet de economie van de VS een groei zien van 0,80 % in vergelijking met een jaar eerder. Deze meevallende cijfers versterkten het vertrouwen dat de Amerikaanse economie sterk genoeg is om een renteverhoging aan te kunnen. Zo gaf Yellen namelijk nog duidelijk aan dat een rentestap in de komende maanden gepast is bij deze aantrekkende economie.

De volatiele olieprijs en de onzekerheid over de Chinese economie zijn risico's welke al langer spelen dan over de afgelopen 2 maanden. De Brexit blijft dan over als een risicofactor welke wel "vers" is te noemen, zij het dat de Britse economische activiteiten nog geen 4% deel uitmaakt van de totale Amerikaanse economie.

De terughoudendheid zit hem naar onze mening meer in het feit dat de meest recente economische groeicijfers per saldo licht tegenvallen en dat de banengroei in de VS behoorlijk tegenvalt. De exportcijfers vielen tegen en er werd minder geld uitgegeven door de consument. De industriële productie daalde in juni met 0,40 % in plaats van een verwachte daling van 0,20 %.

De banengroei en de werkgelegenheid is van groot belang voor de Amerikaanse economie en de consument. Meer dan de helft van de economie is namelijk afhankelijk van de binnenlandse consumptie.

Voor mei werd een banengroei verwacht van 158.000 terwijl de werkelijke cijfers uitkwamen op 38.000. De laagste groei sinds september 2010. Vooral het cijfer voor de dienstensector viel tegen. Er was weliswaar een groei van 61.000 banen, maar dit stond in schril contrast tot april (144.000) en maart (174.000). Kleine opmerking is wel op zijn plaats aangezien het banencijfer in mei negatief is beïnvloed door de staking bij Verizon. Ruim 35.000 Amerikanen legden hun baan neer en als niet wordt betaald, wordt dit niet meegenomen in de statistieken. Echter de trend van banengroei is de laatste maanden per saldo dalend.

Het werkloosheidscijfer laat een mooi cijfer zien in mei van 4,70 %. Dit was vorige maand 5 %. Deze daling wordt echter veroorzaakt doordat minder mensen officieel een baan zoeken. Een daling om de verkeerde reden.

MANUFACTURING AT A GLANCE JUNE 2016						
Index	Series Index Jun	Series Index May	Percentage Point Change	Direction	Rate of Change	Trend* (Months)
PMI®	53.2	51.3	+1.9	Growing	Faster	4
New Orders	57.0	55.7	+1.3	Growing	Faster	6
Production	54.7	52.6	+2.1	Growing	Faster	6
Employment	50.4	49.2	+1.2	Growing	From Contracting	1
Supplier Deliveries	55.4	54.1	+1.3	Slowing	Faster	2
Inventories	48.5	45.0	+3.5	Contracting	Slower	12
Customers' Inventories	51.0	50.0	+1.0	Too High	From Unchanged	1
Prices	60.5	63.5	-3.0	Increasing	Slower	4
Backlog of Orders	52.5	47.0	+5.5	Growing	From Contracting	1
New Export Orders	53.5	52.5	+1.0	Growing	Faster	4
Imports	52.0	50.0	+2.0	Growing	From Unchanged	1
OVERALL ECONOMY				Growing	Faster	85
Manufacturing Sector				Growing	Faster	4

Manufacturing ISM® Report On Business® data is seasonally adjusted for New Orders, Production, Employment and Supplier Deliveries indexes.

De laatste cijfers van de ISM Manufacturing index (productiesector) vertoonde in juni een stand van 53,20, ruim boven de 50 wat duidt op groei van de economie. De index laat voor de vierde maand op rij een stijging zien met daarbij het gegeven dat de overall economie nu gedurende 85 maanden groei laat zien.

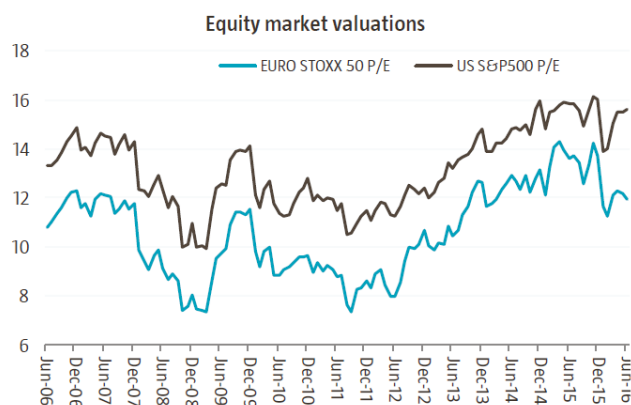
Een positief gegeven daarnaast is, dat het Amerikaanse consumentenvertrouwen in juni het hoogste niveau liet noteren in de afgelopen acht maanden. De index voor

het consumentenvertrouwen steeg naar 98,0 punten, van 92,4 in mei.

Ook liet de verkoop van bestaande woningen in de VS een maandelijkse stijging zien van 1,80 %. Op jaarbasis werden er 5,53 miljoen huizen verkocht, het hoogste niveau sinds 2007. Evenals in Europa gaat er een stimulerende werking uit van de dalende rente, waardoor de hypotheekrentes steeds aantrekkelijker worden. Zie verloop 10 jaars rente VS.



Het Internationaal Monetair Fonds (IMF) heeft eind juni overigens de vooruitzichten voor de Amerikaanse economie licht naar beneden bijgesteld. Het IMF verwacht dat de Amerikaanse economie nog met 2,2% zal groeien in 2016 en dit is langzamer dan vorig jaar. In april ging het IMF nog uit van een groei van 2,4%. De redenen voor de verlaging zijn de zwakke energiesector en de sterke positie van de dollar.



Als laatste nemen we de waarderingen van de aandelen van de S&P500 index onder de loep. Zie bovenstaande grafiek. Afgezet tegen die van de Europese Euro Stoxx 50 index zien we dat de Amerikaanse aandelen op dit moment nagenoeg de hoogste Koers/winst verhouding noteert over de afgelopen 10 jaar. Europa blijft daarin het laatste half jaar wat achter.

Samenvatting/Onze visie:

Het moge duidelijk zijn dat de FED een uitdagende taak wacht om de Amerikaanse economie de juiste koers te laten varen en te zorgen voor een verdere stabiele ontwikkeling. Het is daarbij goed te zien dat de FED bereid is om een flexibel economisch beleid te voeren en zich daarbij kwetsbaar op te stellen. Het uitstellen van de eerder verwachte renteverhogingen is hier een duidelijk voorbeeld van. Wel zien we dat het IMF een verdere verlaging van de groeiverwachting voor de VS heeft doorgevoerd. Echter, een groeicijfer van 2,20 % op jaarbasis is op zichzelf niet eens zo slecht te noemen. Zo ook geven de laatste economische cijfers overall nu geen aanleiding om te verwachten dat de Amerikaanse economie in zwaarder weer terecht zal komen.



Wat we wel zien is, dat de koers/winst verhoudingen van aandelen de laatste jaren zijn opgelopen tot aanzienlijke niveaus. Dit kan betekenen dat de groei van de economie reeds voor een groot deel zit verdisconteert in de koersen. Dit maakt dat de Amerikaanse aandelenmarkt gevoeliger wordt voor eventuele tegenvallers. Een van de belangrijkste taken voor de FED is dan ook om ervoor te zorgen dat de werkloosheid laag blijft en de werkgelegenheid op een gezond niveau standhoudt en dat de positie van de consument sterk blijft. Daarnaast is de VS gebaat bij een niet al te sterk wordende dollar en zal het rentebeleid van de FED mede hierop afgestemd worden.

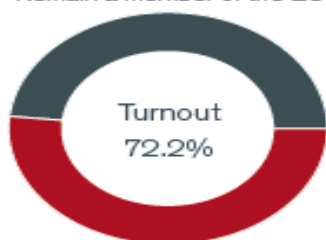
Onder aan de streep zien we dat de Amerikaanse economie nog steeds veerkracht toont, maar dat de waarderingen opgelopen zijn. Dit maakt dat we voor de VS onze neutrale visie zullen handhaven.

Europa, de Brexit is een feit, wat nu!

Laten we met de Brexit beginnen. Op 23 juni jl. gaf de meerderheid van de Britse stemmers aan, (de opkomst was 72,20 %) dat men voor een vertrek was van het Verenigd Koninkrijk uit de EU. Het verschil in stemmen tussen het “remain”-kamp en het “leave”-kamp ziet u in onderstaande grafiek.

What was the outcome of the vote on
23 June 2016?

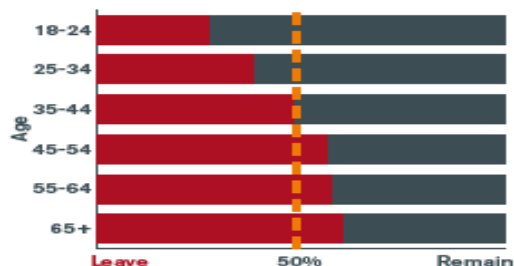
48.1% (16,141,241)
Remain a member of the EU



51.9% (17,410,742)
Leave the EU

Source: Electoral Commission

Binnen het VK is er een duidelijke verdeeldheid te zien. Schotland en Noord-Ierland en ook de grootste steden van het VK, zoals Londen, Bristol, Liverpool en Manchester stemden voor een verblijf binnen de EU. Dit in tegenstelling tot Wales en de meeste platteland- en voormalige industriegebieden. Ook zien we een duidelijke verdeeldheid tussen de “jongere” stemmers (merendeels voor remain) en de “oudere” stemmers (merendeels voor leave). De grotere opkomst onder de oudere stemmers is blijkbaar doorslaggevend geweest in de uitkomst van het referendum.



Source: Lord Ashcroft Polls, based on a survey of voters post referendum

Na deze definitieve uitslag diende de pro EU-premier David Cameron recent zijn ontslag in en gaf aan zijn positie af te staan. Theresa May is daarbij aangewezen als nieuwe opvolgster.



Eerder liet May, tegenstander van de Brexit, al weten dat ze het proces van uittreding uit de Europese Unie daadwerkelijk zal uitvoeren en daarbij een socialer beleid zal gaan voeren dan haar voorganger, onder meer door de inkomensongelijkheid terug te dringen.

Brussel hoopt dat de nieuwe Britse premier vaart zet achter het invoeren van het zogenaamde artikel 50 voor de Britse terugtrekking uit de EU.

Artikel 50?

Wat is artikel 50 en waarom is dit artikel zo belangrijk? Artikel 50 behoort tot de Lissabon Overeenkomst en werd in 2009 definitief als wet opgenomen. Deze wet geeft aan welk stappenplan moeten worden doorlopen indien een land wenst uit de EU te stappen.

Echter, een daadwerkelijke uitvoering heeft niet eerder plaatsgevonden en de details van een dergelijk stappenplan zijn hierdoor vaag en niet altijd duidelijk.

Uiteindelijk is de opzet van artikel 50 dat een land, welke uit de EU wenst te treden, binnen een periode van 2 jaar het stappenplan doorloopt waarmee de exit uiteindelijk definitief is.

In de tussentijd zullen verschillende EU wetten binnen het VK nog steeds moeten worden gerespecteerd, echter zonder verdere inmenging van het VK bij bijvoorbeeld interne EU-discussies of besluitvorming.

Ondanks dat vele EU-ministers aandringen op het direct starten van de uitrol van artikel 50, kunnen ze geen invloed uitoefenen op de "timing" hiervan. Veel werk zal nog gedaan moeten worden om alles in kaart te brengen op het gebied van kosten, investeringsbeslissingen, handelsposities e.d. Dat premier Cameron nu al zijn positie heeft overgedragen aan Theresa May, wat

feitelijk gepland stond voor oktober dit jaar, maakt de weg vrij om al snel te komen tot de vereiste politieke beslissingen.

Is de Brexit nu werkelijk definitief?

Dit is absoluut nog niet te zeggen. Onderstaand een aantal mogelijkheden welke nog open staan.

1. De verandering in de houding van de Britten

Wanneer de Britten duidelijk een ander standpunt innemen ten opzichte van de Brexit, voordat artikel 50 daadwerkelijk ingaat, kan dit uiteindelijk de Brexit voorkomen. Nu al blijkt dat menig "leave" supporter zich niet comfortabel voelt bij de uitkomst en zij geven aan dat ze de impact van het referendum niet goed hebben begrepen. Ook verscheidende campagneleiders van het "leave" kamp, met als belangrijkste leider Boris Johnson, hebben zich teruggetrokken uit de race om politiek leiderschap. Dit waarschijnlijk om het feit dat de beloofde voordelen bij de Brexit uiteindelijk niet waargemaakt kunnen worden. Wanneer deze stroming in omvang toeneemt kan artikel 50 onderworpen worden aan een parlementaire stemming met als gevolg een tweede referendum.

2. Scotland Act 1998

Onder het Scotland Act 1998, heeft Schotland een veto recht verkregen op maatregelen welke bijvoorbeeld van invloed zijn op de EU wetten in Schotland. De Brexit valt hieronder.

In theorie betekent dit, dat Schotland zijn veto kan gebruiken om de Brexit opnieuw in te brengen in het Britse parlement. Ondanks dat dit als een vijandelijk gebaar zal worden gezien, is het wel mogelijk dat het Schotse electoraat hier gebruik van maakt. Uiteindelijk is de Schotse meerderheid tegenstander van de Brexit.

Indien dit het geval is, zal de Engelse regering alsnog de vraag moeten voorleggen aan de afzonderlijke parlementen van zowel Schotland, Noord-Ierland en Wales om voor de Brexit te stemmen alvorens artikel 50 van kracht gaat. Het gegeven dat, op zijn minst één van deze drie de Brexit verwerpt, geeft de regering een mogelijkheid om de invoering van artikel 50 uit te stellen.

3. Een motie van wantrouwen

Een ander scenario kan zijn, dat de pro EU-aanhangers van de conservatieve partij de beslissing nemen om een motie van wantrouwen in te dienen tegen de regering. Dit als mogelijkheid om te voorkomen dat het VK de EU definitief dient te verlaten. De motie van wantrouwen zal leiden tot nieuwe verkiezingen wat vervolgens weer kan leiden tot een meer "remain" georiënteerde nieuwe regering. Dit opent de mogelijkheid om tot hernieuwde onderhandelingen te komen met de EU.

Op dit moment is er nog veel onduidelijkheid omtrent het uittredingsproces van het VK en hoe de relatie van het VK met de EU zal gaan verlopen.

Mogelijke tijdslijn.

Na het aantreden van premier Theresa May afgelopen week, zal zij een parlementaire goedkeuring willen bewerkstelligen om artikel 50 door te voeren. Dit zal in de loop van het resterend jaar plaatsvinden. Door een voldoende grote oppositie kan een dergelijke goedkeuring voorkomen worden wat mogelijk leidt tot hernieuwde verkiezingen. Dit zal artikel 50 voorlopig op losse schroeven zetten.

Bij een goedkeuring van artikel 50 zullen in de loop van 2016/2017 de onderhandelingen beginnen tussen de EU en het VK. Uiterlijk 2019 zal de Britse uittreding dan een feit zijn.



Wat is de impact op de economie?

Gegeven het huidig aantal mogelijkheden en potentiële scenario's is het moeilijk om een duidelijke verwachting uit te spreken wat betreft de economische marktverwachtingen. De directe impact van de Brexit op de gehele wereldeconomie lijkt ons minimaal te noemen. Voor het VK daarentegen kan het wel het vertrouwen aantasten om in het VK blijvend te investeren, zeker in een tijd waarbij economisch herstel broos is.

Het te lopen tijdspad is nog lang en het aantal mogelijke scenario's daarbij is groot. Hierdoor kan de onzekerheid voorlopig aanhouden.

Belangrijkste zaken nu zijn:

- Wanneer zal artikel 50 van kracht worden of misschien wel helemaal niet?
- Hoe zal de nieuwe premier te werk gaan?
- Zal er een tweede referendum komen of eventueel nieuwe verkiezingen?
- Hoe hard zal het standpunt zijn vanuit de EU gezien?

- Zullen andere Europese landen het voorbeeld van het VK volgen?
- Zal het VK tegen de "leave" stemmers opstaan en een zogeheten "Norway"* option deal sluiten?

* Een Norway option is een door Noorwegen met de EU gesloten overeenkomst met afspraken omtrent liberalisatie open grenzen voor buitenlandse werknemers, afspraken EU-subsidies en voorschriften, dit in ruil voor toegang tot de interne markt.

IMF-directeur Lagarde roept, net als Brussel, de Britse regering op om het scheidingsproces adequaat en snel op te pakken. Zij wil liever nu duidelijkheid dan later, omdat een gebrek aan duidelijkheid leidt tot onzekerheid. Die onzekerheid ondermijnt de bereidheid tot investeringen en het nemen van besluiten.

Zou het VK een deal met Europa sluiten en een status uitonderhandelen zoals Noorwegen die geniet, dan zal de economische impact van de Brexit beperkt kunnen blijven. Tegen 2019 zou de Britse economie dan met 1,50 % krimpen. Lukken de onderhandelingen niet en valt het VK terug op het regime van de Wereldhandelsorganisatie dan kan het de Britten al gauw 4,50 % van hun BBP gaan kosten, aldus Lagarde.

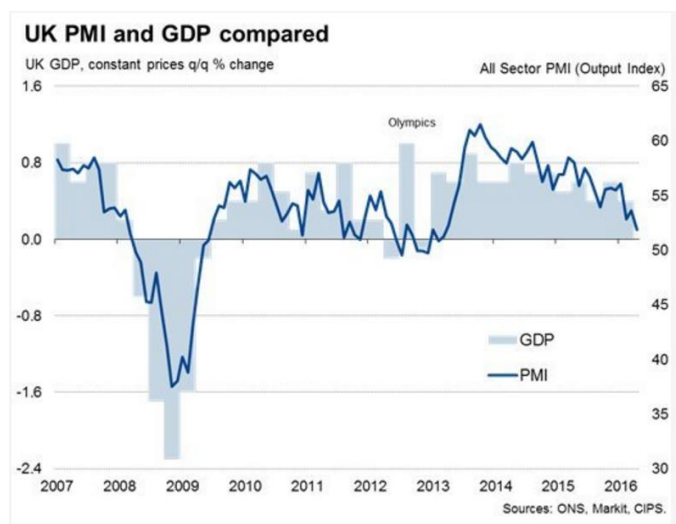
Vertrouwen in de Europese en Britse Economie

Hoe staat het overigens met het vertrouwen in de Britse economie en welk effect heeft de Brexit op de vertrouwensindicator binnen Europa?

De definitieve vertrouwenscijfers (PMI-index) van na de Brexit zijn helaas nog niet bekend. Kijkend echter naar de meest recente cijfers, dan blijkt dat het vertrouwen overall een tikje heeft gekregen.

De algehele Europese PMI-index daalde in juni tot 52,8 van 53,1 in mei. Het cijfer over juni is nog voorlopig. Onderscheid moeten we hierbij maken in de deelindexen. De index voor de verwerkende industrie steeg van 51,5 in mei naar 52,6 in juni. De deelindex voor de dienstensector viel daarentegen terug van 53,3 naar 52,4. De tegenstelling tussen diensten en industrie lijkt samen te hangen met het feit dat het VK overwegend een diensteneconomie is. Overigens zijn dit cijfers welke nog ruim boven de 50 noteren, wat duidt op toename van de groei.

Binnen het VK zien we zowel de groei van de dienstensector alsook van de verwerkende industrie afnemen. De groei in de bouw- en dienstensector zit op het laagste niveau in drie jaar en de productiesector vertoont voor het eerst in drie jaar een krimp. De dienstensector is zoals gezegd de belangrijkste pijler voor de Britse economie.



Bovenstaande grafiek laat duidelijk zien dat zowel de PMI als het GDP richting de 50-lijn beweegt en een notering onder deze lijn impliceert krimp. Belandt het VK in een recessie?

De kredietbeoordelaar Moody's heeft het vertrouwen in de economie van Groot-Brittannië verlaagd van stabiel naar negatief. De rating blijft wel op een Aa1 staan, maar de keuze voor de Brexit geeft een periode van lange onzekerheid voor de economie, aldus Moody's. Ook kredietbeoordelaar Standard & Poor's (S&P) heeft aangegeven de rating, nu nog AAA, van Groot-Brittannië aan te passen.

De Europese economie vertoont de afgelopen jaren een positieve groei, zij het gestaag. Na de Brexit is de gemiddelde verwachting van analisten over de groei in de EU enigszins neerwaarts bijgesteld. Dit heeft ook hier te maken met de onzekerheid over de gevolgen van de Brexit en de daarmee gepaard gaande neerwaartse bijstellingen van winstverwachtingen van Europese bedrijven.

Samenvatting/Onze visie:

Het is een hectische afsluiting van het kwartaal geweest met het aanstaande vertrek van het Verenigd Koninkrijk uit de EU. Voor Europa breekt een uitdagende periode aan afhankelijk van de verdere uitrol van de Brexit en de daarmee gepaard gaande effecten op de ontwikkeling van de Europese en wereldwijde groei van de economie. Inmiddels zijn door vele analisten en marktpartijen de verwachtingen over deze toekomstige ontwikkelingen geventileerd. De meeste partijen geven aan dat er van de Brexit, op korte tot middellange termijn, een remmend effect uitgaat op de economische groei.

We onderkennen absoluut dat de Brexit een bedreiging kan vormen voor het groeipad dat de Europese economie is ingeslagen. De verwachtingen zijn daarbij grotendeels negatief. We zijn van mening dat het uitspreken van dergelijke verwachtingen, in een tijd waarin onzekerheid groot is, een zeer lastige exercitie is. Het beste voorbeeld hebben we onlangs op 24 juni jl. gezien, waarbij de markt eerder uitging van een verder verblijf van het VK binnen de EU. Niets bleek minder waar.

De Brexit heeft voor onze huidige beleggingsvisie geen directe gevolgen. Dat wil zeggen dat we geen overhaaste wijzigingen hebben doorgevoerd, maar dat we daarentegen weloverwogen keuzes zullen maken indien vereist. Dit is naar onze mening de juiste wijze van benadering, daarbij kijkend naar de kortstondige reactie van de beurzen in de weken na de Brexit, waarbij de koersdalingen grotendeels zijn goedge maakt. Het licht overwogen belang in Europa blijven we vooralsnog aanhouden. De huidige verwachtingen en de Brexit zitten inmiddels in de koersen verwerkt. Het gaat er nu om hoe de economie zich werkelijk zal gedragen in de komende maanden. Dit zullen we uiteraard scherp blijven volgen.

De economie in de eurolanden is in het eerste kwartaal van 2016 met 0,6 procent gegroeid. Dat blijkt uit definitieve cijfers die statistiebureau Euro stat begin juni heeft gepubliceerd. De groei was in de eerste drie maanden van dit jaar iets sterker dan in het laatste kwartaal van 2015. Daarin werd een vooruitgang van 0,4 procent gemeten. In de hele Europese Unie kwam de groei vorig kwartaal met 0,5 procent even hoog uit als in het voorgaande kwartaal.

In Roemenië, Cyprus, Spanje, Litouwen, Oostenrijk en Slovenië was de groei met 0,8 procent het hoogst. Krimp daarentegen vond plaats in Hongarije (-0,9 procent) en Polen (-0,1 procent). De Nederlandse economie groeide met 0,5 procent. Het bruto binnenlands product (bbp) van alle eurolanden bij elkaar was het 1e kwartaal 2016 1,7 procent groter dan in dezelfde periode vorig jaar. Voor de hele Europese Unie kwam de groei op jaarbasis uit op 1,8 procent.

Ten slotte. Met de Brexit kwam de zogeheten "Grexit" nog even ter sprake. Om positief af te sluiten, zie onderstaand bericht.

De Europese Centrale Bank (ECB) heeft in juni ingestemd met een nieuwe hulpmaatregel voor Griekenland. Vanaf eind juni 2016 kunnen Griekse banken weer Grieks schuld papier gebruiken als onderpand bij het aangaan van leningen bij de ECB. De ECB stemde in met de nieuwe maatregel als erkenning voor het harde werk van Griekenland om hervormingen en bezuinigingen door te voeren.

Hoe uitzichtloos de situatie vorig jaar ook was met Griekenland en Europa, na een jaar kunnen we constateren dat het tij gekeerd is. Hopelijk kunnen we dat in 2017 ook over de Brexit melden.

Japan, het begint op Sumo worstelen te lijken!

Shinzo Abe heeft begin deze maand de verkiezingen met een duidelijke meerderheid gewonnen. Een tegenvaller was wel dat er geen supermeerderheid werd behaald. Dit zou nodig geweest zijn om de deur te openen naar doorvoering van de nodige constitutionele hervormingen. Dit moet nu wachten tot de volgende verkiezingen in het lager huis.

Hiermee blijft de focus overigens wel liggen bij op het economisch beleid. Hoofdthema daarbij is het terugdringen van de deflatie. De opdracht die Abe heeft gegeven aan zijn ministers is het opnieuw samenstellen van een stimuleringspakket. Men liet doorschemeren dat een stimulans van 20.000 miljard Yen (180 miljard euro) het komende jaar nodig zal zijn.

Sinds 2012 voert Abe een beleid om de Japanse economie vlot te trekken, middels fiscale en monetaire stimulering. De effecten van deze hervormingen blijven tot dusverre achter. Van de afgelopen 10 kwartalen waren er vijf die economische krimp lieten zien. Hierdoor blijven de inkomsten uit belasting achter. Door de tegenvallende economische ontwikkelingen is Abe gedwongen de geplande btw-verhoging tot 2019 uit te stellen.



De terugval in belastinginkomsten dwingt Japan tot extra uitgifte van staatsleningen. De gezondheid van de overheidsfinanciën op middellange termijn komt daarbij op het spel te staan. Het IMF sprak onlangs zijn zorgen uit over het ad hoc begrotingsbeleid. Een voorspelbaar beleid, met reguliere belastingverhogingen zou beter zijn voor het vertrouwen.

Japanse Yen



De Yen is de afgelopen maanden behoorlijk opgelopen. Dit maakt dat de relatief dure Yen de importen goedkoper maakt. Een slecht gegeven voor het bestrijden van deflatie en dus het aanwakkeren van inflatie. Tevens trekt dit een wissel op de winstgevendheid van exporteurs.

Analisten verwachten dat eind deze maand de Bank of Japan zal besluiten tot extra maatregelen. Met het gegeven dat oud FED-voorzitter Ben Bernanke onlangs een bezoek heeft gebracht aan de Japanse centrale bank liepen deze verwachtingen verder op.

Samenvatting/Onze visie:

Ondanks een mogelijke interventie vanuit de BOJ, voorzien we dat de bestrijding van deflatie zeer moeizaam verloopt. Daarbij komt dat het Japan vooralsnog niet lukt om de economie écht vlot te trekken. Om daarbij alvast te speculeren op een aanstaand verbeterend stimuleringsprogramma vinden we te voorbarig.

De uitkomst van de verkiezingen, waarbij Abe als winnaar uit de bus kwam, juichen we zeker toe. Dit omdat zijn beleid op langere termijn wellicht toch effect kan gaan sorteren. Echter, we zien hiervoor graag meer bevestiging in de toekomst. Tot op heden blijft het beoogde effect uit. In onze ogen zijn er daarom te weinig aanknopingspunten om een belang in Japan te rechtvaardigen.

Opkomende Markten, verdere Chinese afkoeling?

Volgens het Chinese statistiekbureau is de economie van China conform verwachting in het tweede kwartaal van 2016 stabiel gegroeid met 6,70 %. Belangrijke factoren voor de stabiele groei zijn de Chinese industriële productie die met 6,0 % is gestegen op jaarbasis, ook gingen de winkelverkoop met bijna 11 % omhoog en de investeringen in activa namen met 9,6 % toe. Daarmee was de vooruitgang even sterk als in de eerste drie maanden van het jaar, blijkt uit een eerste schatting.

De groei in de eerste helft van 2016 ligt in lijn met het doel van een plus van 6,5 tot 7 % welke de Chinese overheid voor het hele jaar heeft gesteld. Vorig jaar zwakte de groei van 's werelds op een na grootste economie af tot 6,9 %. Dat was het laagste niveau in jaren.

Die afkoeling en periodes van grote onrust op de Chinese aandelenmarkten voedden, zoals we nog weten, in het begin van het jaar de vrees voor een harde landing van de Chinese economie. De Chinese regering tracht deze minder afhankelijk te maken van de bouw en de industrie. Daarbij moet de binnenlandse vraag de rol van economische motor overnemen.

We zien hier duidelijk dat de winkerverkopen en daarmee de consumentenbestedingen, maar ook de groei binnen de dienstensector fors toenemen. Dit duidt op een groei van de Chinese binnenlandse economie en past daarmee in lijn met de transitie die de Chinese beleidsmakers hebben uitgestippeld.

Samenvatting/Onze visie:

China was begin dit jaar het grote dilemma wat betreft de economische groei (vooruitzichten). De perikelen van de Brexit heeft deze "groei zorgen" enigszins naar de achtergrond verdrongen. Dit neemt echter niet weg dat we in het tweede kwartaal de Chinese markt met aandacht zijn blijven volgen. De beurzen hebben veerkracht getoond en het lijkt erop dat er sprake is geweest van kortstondige paniek. Het tweede kwartaal laat wederom een mooi groeicijfer zien. De industriële groei met 6 % wordt gecompenseerd door de groei van de binnenlandse economie en zorgt daarmee voor stabiliteit.

Met name de stijgende olieprijs, maar ook een afname van politieke onrust in een aantal opkomende landen over de afgelopen maanden, zorgt ervoor dat de risico's voor deze markten per saldo aan het afnemen zijn. Doordat de onzekerheid minder wordt, neemt het vertrouwen in de opkomende markten toe. Dit geeft ons aanleiding om onze onderwogen positie in deze markt te gaan verhogen naar een meer neutrale wegging.

Kapitaalmarkt

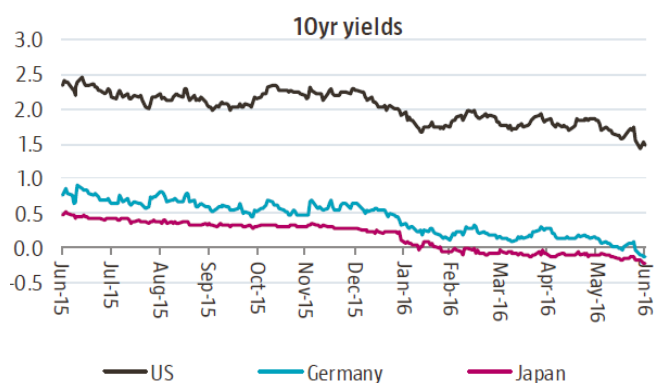
De daling van de rente in het 1^e kwartaal heeft in het 2^e kwartaal een vervolg gekregen. Dit zien we wereldwijd gebeuren. Binnen Europa heeft deze daling zelfs geleid tot negatieve rentestanden voor bijvoorbeeld de Duitse 10-jaars rente. Dit is voor het eerst in historie. Ook zagen we begin juli de 10-jaars Nederlandse rente even onder de 0 % duiken.

Grotendeels worden deze lage rentestanden toegewezen aan het monetaire beleid van de ECB. En in onze ogen is dit ook zo. Zeker nu de ECB een extra maatregel heeft genomen om ook bedrijfsobligaties op te kopen. Zolang dit het geval is, in combinatie met een gematigde groei van de economie, lijkt het erop dat deze renteniveaus voorlopig niet hard zullen stijgen. Dit geldt niet alleen voor Europa, maar in het algemeen ook wereldwijd.

De zware dalingen die de Chinese beurzen voor de kiezen kregen begin dit jaar, zijn reeds voor een belangrijk deel goedge maakt door het koersherstel van de beurzen in de afgelopen maanden.

Deze terugkerende rust en bevestiging dat de Chinese groei stabiliteit vertoont, heeft ook een positief effect gehad op de beurzen van de omliggende landen zoals India en Korea. Japan hier overigens uitgezonderd. De wereldwijde opkomende markten, met daarin Brazilië en Rusland tonen ondanks flinke tegenwind in 2015, veerkracht. Emerging Markets, met India als koploper, heeft dit jaar een positief resultaat laten zien.

Het verdere herstel van de olieprijs in het afgelopen half jaar speelt hierin een belangrijke rol. De verwachting onder analisten is, dat de olieprijs een meer stabiel verloop gaat vertonen in de rest van 2016. Daarbij verwacht men dat de grootste dalingen achter de rug zijn. Dit zorgt ervoor dat de aantrekkingskracht van deze economieën voor beleggers toeneemt.



Voorals pensioenfondsen worden hiermee steeds meer geconfronteerd. Zij zijn, gezien hun strikte beleggingsbeleid en voorschriften, gedwongen een groot deel van hun reserves te beleggen in dit soort leningen. Dit beleid leidt tevens tot het dalen van de effectief rendementen op obligaties, ook al levert deze belegging nagenoeg niets op. Hoe vreemd ook. Het geeft in ieder

geval genoeg stof tot nadenken voor degenen die hun pensioen nog tegemoet gaan.

De Brexit zorgde eveneens voor een schokgolf op de financiële markten. Beleggers en marktpartijen vluchtten massaal naar veilige staatsobligaties. De 10-jaars rente in de VS daalde naar een historisch dieptepunt van 1,47 % en de Duitse 10-jaars rente zakte nog verder negatief. Ook de Britse staatsrente zakte met 30 basispunten weg tot net onder de 1 %.

In de periferie landen liep de rente daarentegen hard op, maar de verliezen op de obligaties aldaar werden de week na de Brexit weer volledig weggewerkt. Na de eerste schrikreactie gingen beleggers er toch vanuit dat het besmettingsgevaar voor Europa vooralsnog klein is. Ook de bedrijfsobligatiemarkt reageerde negatief op de Brexit. Vooral de euro high yield markt had hier kortstondig last van. De risico-opslagen liepen gemiddeld zo'n 50 basispunten op. Binnen het solide investmentgrade segment bleef de schade beperkt met een stijging van gemiddeld 10 basispunten.

Er wordt een duidelijk onderscheid gemaakt tussen de bedrijfsleningen met de hoogste kredietwaardigheid (AA- en AAA) en de leningen het zwakke segment (rating B en lager) Deze laatste categorie leningen laat ondanks lagere rentestanden dit jaar een koersverlies noteren. Kwaliteitsleningen is bij beleggers het credo.

De solide bedrijfsobligaties bleven eveneens goed liggen, dankzij het nieuwe opkoopprogramma vanuit de ECB. Iedere maand zal de ECB gemiddeld 3 tot 5 miljard aan bedrijfsobligaties opkopen. Door dit programma zullen de risico-opslagen van dit segment obligaties waarschijnlijk in toom blijven.

Zoals vorig kwartaal aangegeven zijn we en blijven we uitermate voorzichtig met het beleggen in obligaties/obligatiefondsen. Deze asset categorie geniet een blijvend onderwogen positie in de portefeuilles. Staatsobligaties nemen we niet op in onze portefeuilles. Bedrijfsobligaties en high yield obligaties, met een juist gewaardeerde rentevergoeding genieten de voorkeur. De keuze van de juiste obligaties in dit segment laten we over aan de fondsmanagers van de obligatiefondsen.

2. Kredietwaardigheid

Bron: BNP Paribas	12-01-2016	01-04-2016	13-07-2016	S&P longterm	S&P Outlook
Issuer	5Y CDS spread in basispoints	5Y CDS spread in basispoints	5Y CDS spread in basispoints	credit rating	
Rabobank	56,18	69,46	77,54	A+	stabiel
Royal Bank of Scotland Holding	72,00	166,68	168,06	BBB+	positief
UBS	53,51	76,05	74,18	A+	stabiel
Barclays Bank plc	64,51	138,40	128,33	A-	negatief
ING Bank	56,99	69,21	76,42	A	stabiel
BNP Paribas	69,31	83,74	83,50	A	stabiel
Natixis	76,00	85,75	87,00	A	stabiel
Société Generale	69,82	87,59	82,10	A	stabiel
Commerzbank	97,82	115,80	127,23	BBB+	stabiel
Van Lanschot	Niet beschikbaar			BBB+	Niet beschikbaar

Landen	08-01-2016 5Y CDS spread In basispoints	01-04-2016 5Y CDS spread In basispoints	13-07-2016 5Y CDS spread In basispoints
Ierland	40	60	75
Spanje	96	94	95
Italië	101	128	136
Portugal	188	268	298
USA	18	21	21
Duitsland	13	19	18
Frankrijk	27	33	38
Nederland	16	25	28

In het afgelopen kwartaal zijn de creditspreads/cds (de renteopslag welke de belegger ontvangt voor de kans op een eventuele wanbetaling) gemiddeld genomen licht opgelopen. De opslagen voor de landen zijn nauwelijks gewijzigd en laten een stabiel verloop zien.

De Federal Reserve (Fed) heeft onlangs bekend gemaakt dat Deutsche Bank en Banco Santander opnieuw zijn gezakt voor haar jaarlijkse stresstesten. De twee banken zouden niet genoeg vooruitgang hebben geboekt en niet genoeg bestand zijn tegen economische tegenslagen. Het is de derde keer op rij dat de Amerikaanse vestigingen van Banco Santander onvoldoende scores op de stresstesten en de tweede keer op rij voor Deutsche Bank. Door de negatieve uitkomst kunnen de twee banken geen goedkeuring krijgen om dividend uit te keren of aandelen terug te kopen.

Daarnaast heeft kredietbeoordelaar Moody's, na de Brexit de vooruitzichten van twaalf Britse banken naar beneden bijgesteld.



Zo gingen de vooruitzichten van Lloyds van positief naar stabiel en van Barclays van stabiel naar negatief. Moody's verwacht dat de Brexit zal resulteren in een verminderde winstgevendheid van banken, een remming van de economie en meer onzekerheid over de handel met Europa.

Zowel in de Britse banken, (uitgezonderd een enkele positie in Royal Bank of Scotland en Barclays) als in Banco Santander en Deutsche Bank hebben wij geen posities. Het is daarbij goed te zien dat naast de hierboven genoemde wijzigingen het overgrote deel van de banken een stabiel verloop laten zien aangaande de CDS's.

3. Overzicht Beleggingsbeleid

Het tweede kwartaal lijkt een herhaling van het eerste kwartaal. Door het Britse referendum en de onverwachte Brexit eind juni, zijn de financiële markten wederom op scherp gezet. Hoe zwaar kunnen de gevolgen hiervan zijn en een bijkomende vraag is of dat deze Brexit uiteindelijk alleen nadelige effecten teweeg brengt?

Op korte termijn verwachten we dat de Brexit nog voor de nodige beweeglijkheid op de beurzen zal zorgen, afhankelijk van de wijze waarop artikel 50 wordt afgehandeld. De onevenwichtigheid in de markt werd snel opgevangen en de centrale banken gaven adequaat aan op te treden daar waar nodig.

Het financiële landschap blijft daarmee uitdagend, zoals we dat op een mooie manier kunnen omschrijven. Aandelen bieden naar onze mening hierbij nog steeds een goede kans op rendement. De groei van de wereldeconomie is zeker niet slecht te noemen, maar blijft wel gevoelig voor eventuele tegenwind. Dit bijvoorbeeld als gevolg van blijvend langdurige lage rentestanden en het blijvend verruimen van het monetaire beleid vanuit centrale banken. De VS heeft eerder laten zien dat het stopzetten van het stimuleringsbeleid en zelfs het verhogen van de rentestand eind vorig jaar niet ten nadele hoeft te gaan van de economische groei. Voor Europa is deze stap nu nog iets te vroeg.

De politieke spanningen, zoals het aanwakkerende protectionisme en de vluchtelingencrisis spelen tevens een rol. De regeringsleiders zijn zich hier uitermate bewust van en zullen er alles aan doen om deze crisis in goede banen te leiden. De weggingen voor Europa en de VS laten we vooralsnog onveranderd.

Binnen emerging markets hebben we de weging opgehoogd naar neutraal. We zien in dit segment lichte verbeteringen optreden. Zeker in de zwaar getroffen landen zoals Brazilië en Rusland herstellen de markten sterk. Dit is voor een belangrijk deel ingegeven door de sterk herstellende olieprijs. Ondanks de perikelen van China begin dit jaar, laat het tweede kwartaal een bestendige groei zien wat zorgt voor stabiliteit en vertrouwen in de Aziatische regio. Het maakt dat we de weging in Emerging Markets ophogen van onderwogen naar neutraal.

De extreem lage rentestanden zorgen ervoor dat beleggen in obligaties risicovoller wordt en dat een aantal obligatiesegmenten zo gezegd "overgewaardeerd" raken. Voor het segment obligaties trachten wij de beste beleggingsfondsen te selecteren binnen het segment bedrijfsobligaties en high yield obligaties. Dit zijn in onze ogen de segmenten waar nog een passend rendement te behalen is.

Onderstaand treft u het overzicht van onze huidige toegepaste asset allocatie en de huidige wegingen hierin.

Asset allocatie

Asset	Weging
Aandelen	Neutraal
Obligaties	Onderwogen
Vastgoed	Neutraal
Grondstoffen	Neutraal

Regio allocatie aandelen

Regio	Weging
Europa	Overwogen
Noord-Amerika	Neutraal
Japan	Zwaar Onderwogen
Pacific (exclusief Japan)	Neutraal
Emerging Markets	Neutraal

Allocatie obligaties

Categorie	Weging
Staatsobligaties	Zwaar onderwogen
Bedrijfsobligaties	Neutraal
High Yield obligaties	Overwogen
Emerging Markets	Neutraal

4. Tenslotte

Zeer belangrijk is, om binnen de portefeuilles een goede spreiding aan te brengen en te zorgen voor voldoende flexibiliteit om tijdig te kunnen sturen. Dit is waar we ons hard voor maken. Dat een belangrijk deel van de portefeuille beschermd en bestand is tegen forse dalingen blijft ons speerpunt. Afgelopen kwartaal heeft immers laten zien dat verwachtingen, hoe waarschijnlijk ze ook zijn, lang niet altijd uitkomen. Dit kan ook de portefeuille overkomen en dan is het prettig om te beseffen dat een deel van het vermogen de nodige bescherming geniet.

De zomervakantie is inmiddels bijna aangebroken. Voor diegenen die deze vakantie nog voor de boeg hebben wensen wij een prettige vakantie toe. Dit met uiteraard de bijpassende weersomstandigheden!!



Disclaimer : Ondanks dat de informatie in dit kwartaalbericht is samengesteld met de grootst mogelijke zorgvuldigheid, kunnen er geen rechten aan ontleend worden. Veel van de opgenomen informatie draagt het karakter van een opinie van de samensteller. De geraadpleegde bronnen worden door de samensteller als betrouwbaar beschouwd.