



## Inhoud:

1. Terugblik en vooruitblik
2. Benchmarks
3. Kredietwaardigheid
4. Beleggingsbeleid
5. Tenslotte

### 1. Terugblik en vooruitblik

De zomer staat inmiddels voor de deur en de eerste vakantiegangers zijn al op hun plaats van bestemming. Het belooft een mooie zomer te worden. Voor de beurzen zal het eerder een hete zomer zijn of gaan worden. Daar, waar Griekenland voor menig vakantieganger de nodige rust en ontspanning zal moeten brengen zorgt dit mooie vakantieland voor behoorlijke onrust en de nodige spanning op de beurzen alsook op Europees politiek vlak.

De moeilijkheid gebiedt te zeggen dat bij het opstellen en uitbrengen van dit kwartaalbericht de nieuwsfeiten van vandaag, morgen weer anders kunnen zijn. En hiermee verwijzen we naar de grilligheid en wispelturigheid in de afgelopen maanden van de Griekse premier Tsipras en zijn regering om te komen tot een oplossing voor het behoud van Griekenland binnen de eurozone. Een groot vraagteken blijft voorlopig staan bij wat de uiteindelijke uitkomst zal zijn voor Griekenland en de euro. Wordt het uiteindelijk een zogeheten “Grexit” of weet Griekenland met het nodige “kunst en vliegwerk” binnen de euro te blijven en zo ja, voor hoe lang?

De afgelopen weken heeft u vast en zeker veel meegekregen van de Griekse perikelen. U heeft hierover van ons een flashbericht ontvangen. Ons kwartaalbericht is hoofdzakelijk bedoeld om terug te kijken op het afgelopen kwartaal en vanuit hier onze visie te presenteren en onze verdere economische verwachtingen uit te spreken voor de komende maanden. Dit zullen we zeker ook nu weer aan u willen overbrengen, echter we ontkomen er niet aan om ook in dit kwartaalbericht uitvoerig stil te staan bij de Griekse kwestie, want uiteindelijk is dit bepalend voor een herstel van het vertrouwen in de euro.

Terug naar het 2<sup>e</sup> kwartaal. Daar waar we het eerste kwartaal met mooie cijfers konden afsluiten en de beurzen lange tijd een stijgende trend hebben laten zien, heeft het 2<sup>e</sup> kwartaal een moeizaam gekend. Dit geldt ook voor de obligatiemarkten, welke na een lange periode van dalende rente, te maken hebben gekregen met een ommekeer. Aandelenmarkten hebben, met uitzondering van een aantal regio's in Azië, waaronder Japan, een deel van de winsten moeten inleveren en de rentes op staatspapier zijn gestegen. Tevens zien we dat de Euro sterk is gedaald tegenover de Dollar. Vooral Europa heeft duidelijk last van de huidige omstandigheden.

Ontegenzeggelijk is Griekenland hier behoorlijk debet aan geweest. Dit is voor een belangrijk deel het geval, alleen wij zijn van mening dat in het afgelopen kwartaal ook andere factoren hierin zeker een rol hebben gespeeld. Te denken

daarbij valt aan de twijfel van de markt omtrent de voortzetting van het stimuleringsbeleid van de ECB. Dit ingegeven door de positieve groeicijfers van de Europese economie. In combinatie met de afgenomen liquiditeit op de obligatiemarkt en de gedachte dat het opkoopprogramma van de ECB wel eens vervroegd stopgezet zou kunnen worden, kan dit leiden tot hogere marktrentes en een toename van de beweeglijkheid. Ook wordt gesproken over het besmettingsgevaar van Griekenland richting de landen uit de periferie wat betekent dat ook daar de rentes behoorlijk kunnen oplopen. Hierover later meer.

Kijkend naar de mondiale omgeving, dan zien we dat de markten in zowel de VS als in Azië en de opkomende landen in het algemeen een stabiel verloop hebben gekend in het 2<sup>e</sup> kwartaal. En op zich is dit niet geheel vreemd als we kijken naar de mondiale economische groei welke toch bestendig lijkt te zijn.

## Economie in vogelvlucht

### **Verenigde Staten, een duidelijk zicht op stabiele groei van de economie, het vertrouwen neemt toe!**

Eind april dit jaar werden de cijfers van de Amerikaanse economische groei over het eerste kwartaal bekend gemaakt. En deze waren eerder tegenvallend dan meevallend. Waar op 1 % werd gerekend kwam de groei uit op 0,20 %.

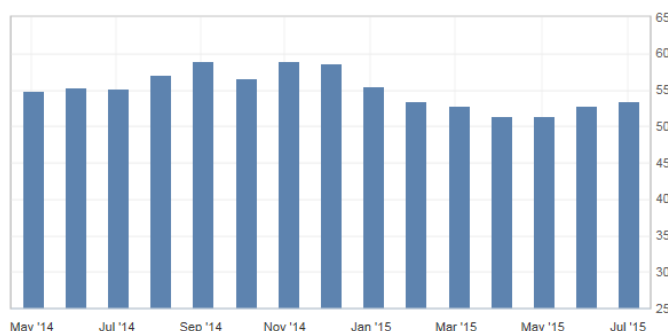
Ondanks deze tegenvallende groei liet de FED weten niet bezorgd te zijn over de tragere groei en gaf aan dat deze vertraging deels te wijten was aan tijdelijke factoren en gaf aan dat zij op korte termijn herstel verwachten dit gesteund door een toename van de werkgelegenheid. Hiermee hield de centrale bank tegelijk de deur open voor een eventuele renteverhoging later dit jaar.

De positieve bijdrage van de groei werd met name geleverd door hogere consumptieve bestedingen en door de voorraadopbouw bij het bedrijfsleven. Deze bijdrage aan de groei werd overigens bijna geheel tenietgedaan door een negatieve bijdrage van de bedrijfsinvesteringen en de export. Vooral de export was met een daling van 7,2 %, ten opzichte van het vorige kwartaal, het gevolg van een sterke toename van de dollar. Door de stijging van deze munt zijn Amerikaanse producten voor het buitenland een stuk duurder geworden. Het afgelopen kwartaal is de stijging van de dollar een halt toegeeroepen en zien we dat de dollar zich stabiliseert.

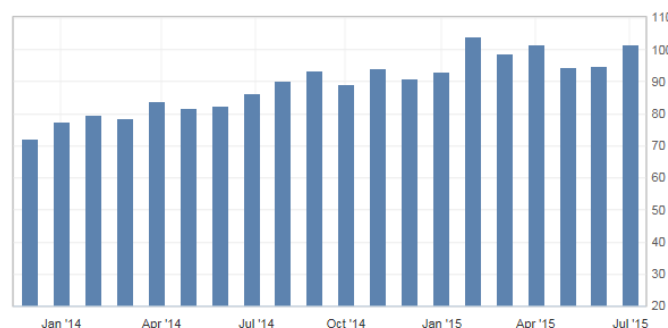
De uitspraken van de FED, eind april, zijn niet uit de lucht gegrepen zo blijkt uit de meest recente cijfers. De laatst bekende cijfers van de banengroei laten inderdaad zien dat de werkgelegenheid sterk is gegroeid en dat de werkloosheid ruim onder de 6 % is gezakt, naar te weten 5,3 %. Deze daling is niet alleen positief, het weerspiegelt ook de afname van het aantal mensen dat actief op zoek is naar een baan. Wie geen

werk heeft en niet actief op zoek is, wordt namelijk niet meegeteld in het werkloosheidscijfer.

Andere indicatoren zoals de PMI index laten in het tweede kwartaal ook een duidelijke verbetering zien. Vooral de laatste twee maanden geven een sterk beeld. Daarnaast laten de vertrouwensindicatoren, waaronder het consumentenvertrouwen al langere tijd een duidelijk positief beeld zien. De Amerikaanse economie is voor een belangrijk deel afhankelijk van de binnenlandse consumentenbestedingen. Al met al tekenen dat de VS op dit vlak inderdaad op de goede weg is.



(pmi index VS) bron: Macrotrends



(consumentenvertrouwen VS) bron: Macrotrends

Dat de groei het eerste kwartaal laag uitviel, maakt dat de verwachtingen voor de gehele economische groei door de FED in juni neerwaarts zijn bijgesteld. Deze groei zal tussen de 2,3 % en 2,7 % komen te liggen,

waar eerder uitgegaan werd van een groei van tussen de 2,6 en 3,0 %. Ook heeft het IMF overigens in diezelfde maand de groeiverwachting voor de VS in 2015 neerwaarts bijgesteld naar 2,50 % (was 3,10 %). Ondanks deze neerwaartse bijstelling kan gesteld worden dat de VS kan rekenen op een stabiele groei.

Dit alles in ogenschouw nemende met daarbij de eerdere uitspraak van de FED eind april, zal dit de FED kunnen doen bewegen om de rente later dit jaar te verhogen. De kans hierop neemt zeker toe aldus analisten. Het IMF heeft zeer recent bij de FED aangedrongen om geduld te betrachten. Een te snelle renteverhoging kan namelijk slecht uitpakken voor de VS.

Een renteverhoging zal hoogstwaarschijnlijk een versterkend effect hebben op de dollar. En een sterkere dollar zal vervolgens een drukkend effect kunnen hebben op de winstgevendheid van Amerikaanse internationale bedrijven (export) en uiteindelijk op de aandelenkoersen.

Het IMF dringt daarom aan om deze renteverhoging pas begin 2016 voor het eerst door te voeren en de rente vooralsnog op 0 – 0,25 % te houden. Mocht het inderdaad zo zijn dat uit de komende economische groeicijfers blijkt dat de inflatie vroegtijdig aantrekt, dan

### Onze visie:

De VS is en blijft de grootste economie van de wereld en is van grote invloed op de mondiale groei van de economie. Het jaar 2014 was een zeer goed jaar en een belangrijke vraag in deze is, of 2015 een bevestiging kan worden van de goede weg die is ingeslagen. Dit zeker na het stopzetten van het inkoopprogramma door de FED, waardoor het bedrijfsleven enigszins op zelfstandige voet kwam te staan. Het lijkt erop dat de VS deze stap kan vervolgen, zij het dat het met de nodige “doorstart” problemen gaat. Vooral de verwachtingen over de economische groei zijn zowel door de FED en het IMF neerwaarts bijgesteld (grotendeels door een sterker wordende dollar en een zwakkere groei in het eerste kwartaal), zij het dat een neerwaartse bijstelling naar ongeveer 2,5 % groei op jaarbasis zeer respectabel is.

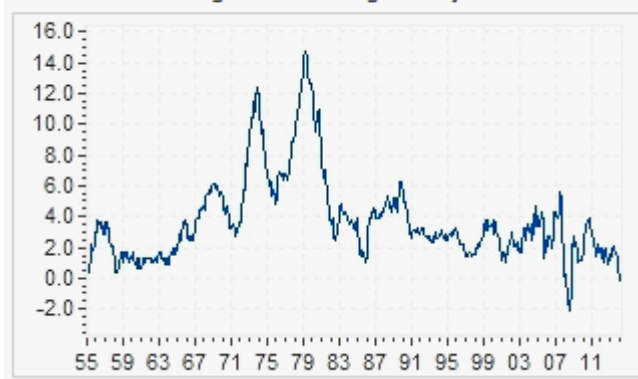
Twijfel bestaat over het moment wanneer de rente verhoogd zal gaan worden. De FED hint eventueel al op een verhoging dit jaar, terwijl het IMF sterk aanbeveelt deze stap niet te snel door te voeren. Het beteugelen van de inflatie, zou leidend moeten zijn voor het eventueel doorvoeren van de renteverhoging. Aangezien deze inflatie vooralsnog rond het nulpunt ligt, verwachten wij dat er op korte termijn nog geen renteverhoging doorgevoerd zal worden. De flinke daling van de olieprijs en het vermoedelijk laag blijven van de olieprijs zal er tevens voor kunnen zorgen dat de inflatie voorlopig laag zal blijven. Overall blijven we gematigd positief over de Amerikaanse aandelenmarkt.

### **Europa, het zware zwaard van Damocles!**

Al met al is het tweede kwartaal zeer roerig geweest voor het continent Europa. Dit heeft geresulteerd in een behoorlijke daling van de beurzen. Deze daling was meer dan evenredig ten opzichte van de andere

zou de rente eerder verhoogd moeten worden aldus het IMF. Vooralsnog ligt de inflatie de laatste maanden duidelijk rond het nulpunt.

Grafiek CPI Verenigde Staten lange termijn



CPI US laatste maanden

periode	inflatie
mei 2015	-0,040 %
april 2015	-0,200 %
maart 2015	-0,074 %
februari 2015	-0,025 %
januari 2015	-0,089 %
december 2014	0,756 %
november 2014	1,322 %
oktober 2014	1,664 %
september 2014	1,658 %
augustus 2014	1,700 %

bron:Macrotrends

continenten. Griekenland voert hierin natuurlijk de boventoon.

Zoals in ons vorig bericht genoemd, hebben de Grieken hoog spel gespeeld en op het moment van schrijven nu, is de vraag of het zwaard van Damocles werkelijk zal

vallen en een “Grexit” hiermee werkelijkheid wordt. We zullen nog stilstaan bij Griekenland.



Naast Griekenland hebben we de afgelopen maanden op het rentefront een opvallende beweging gezien. Waar de rente voor 10-jarig Nederlands en Duits staatspapier tot rond het nulpunt zakte, steeg deze zelfde rente in een mum van tijd naar het niveau van rond de 1 %.

Buiten de winstnemingen door beleggers op obligaties was het de kwestie Griekenland en de angst voor het besmetten van de periferie landen zoals Italië, Spanje en Portugal welke een belangrijke rol speelden in de rentestijging. Daarnaast gingen er geruchten in de markt dat de ECB wel eens vroegtijdig zou kunnen stoppen met haar inkoopprogramma en dat hiermee een belangrijke stimuleringsimpuls zou wegvallen. Iets wat er voor zou zorgen dat de rente nog verder zal kunnen oplopen. En van een hogere rente zal een remmend effect kunnen uitgaan op de groei van de economie en de winstgevendheid van ondernemingen.

De angst voor het vroegtijdig stopzetten van het inkoopprogramma wordt daarentegen niet door veel marktpartijen gedeeld. Ook dit lijkt voor ons voornamelijk niet aan de orde te zijn. Zeker niet na de goedkeuring en juridische toestemming van het Europese Hof op 16 juni jl. om het belangrijkste crisisbestrijdingsmiddel toe te mogen passen. Het door de ECB onbepaald opkopen van staatsobligaties van schuldenlanden is daarmee niet in strijd met de EU-wetgeving.

Kijken we naar de economische groei in Europa, dan kunnen we daar zeker niet negatief over zijn. Sterker nog, vele factoren, waaronder een sterke groei van het consumenten- en het ondernemersvertrouwen laten een sterke en solide groei zien. De arbeidsmarkt is zichtbaar aan het verbeteren, werkloosheid neemt af en

ook de kredietverlening aan de particuliere sector neemt toe.

Positief voor vooral de exporterende Europese ondernemingen is, dat de euro sterk in waarde is afgenomen ten opzichte van de dollar. De algemene consensus hierin is, dat dit naar verwachting voorlopig zo blijft, en wellicht zelfs naar een één op één pariteit kan oplopen.

De Europese Commissie stelt dat de verwachtingen voor de economische groei in 2015 komt te liggen op 1,8 % en voor 2016 zelfs boven de 2,0 % uitkomt. Hiermee wordt de verwachting naar boven bijgesteld. Enige uitzondering hierop vormt, jawel, Griekenland. Daar is de groei voor dit jaar bijgesteld van 2,5 % naar 0,5 %.

Griekenland. Veel is er al over gezegd en er is al veel gespeculeerd over de gevolgen van een “Grexit”. De crisis is zeker niet van het laatste half jaar, maar van de laatste vijf jaar. En daar waar het gaat om een deadline? Vele deadlines zijn inmiddels al verstreken.



Je kunt je afvragen wat een werkelijke Grexit eigenlijk betekent.

Economisch gezien is Griekenland al failliet. De rijke Grieken hebben inmiddels allang hun geld veilig in het buitenland ondergebracht. Wat overblijft is niet echt een moderne Europese economie waar kracht vanuit gaat en welke overigens gepaard gaat met vage beloften dat er ooit betaald gaat worden. Een serieuze zakenpartner kun je dan niet meer genoemd worden. Kijkend naar een exit dan is de verwachting dat Europa en dus u als belastingbetaler het faillissement wel zal kunnen dragen en betalen.



Politiek gezien ligt het een heel stuk gevoeliger. Gesproken wordt over het afbraakrisico van het vertrouwen in de euro. Daarnaast is de vraag wat het teweeg zal brengen met landen als oa. Spanje en Italië. (het zogeheten besmettingsgevaar naar de perifere landen). Wat houdt dit besmettingsgevaar nu in?

Als de situatie in Griekenland echt escaleert geldt het opkoopprogramma van de ECB als reddingsboei voor de financiële markten. Dit geldt uitsluitend voor staatsobligaties. De bedrijfsobligaties vallen buiten dit opkoopprogramma. Vele Europese banken hebben hun belang in Griekse leningen afgebouwd en Griekse staatsleningen zijn door de ECB overgenomen. Dit geldt niet voor het belang dat de Europese banken hebben in bedrijfs- en staatsleningen uit de perifere landen.

De obligaties uit deze landen daarentegen zijn lange tijd gewaardeerd geweest alsof een besmetting vanuit Griekenland geen belangrijke rol zou spelen. Kijken we naar de risicopremie van Europese bedrijfsleningen, dan bedroeg deze nog recent 1 %, ver beneden het gemiddelde van 2 % sinds het begin van de crisis. Het verschil in premie tussen de Zuid- en Noord Europese bedrijven is nagenoeg nihil. Dit duidt op een zeer groot vertrouwen dat de besmetting vanuit Griekenland vermeden kan worden. Ook de rente op Spaanse en Italiaanse staatsobligaties is in de loop van het tweede kwartaal sterk gedaald. De waarderingen gaven hiermee aan uit te gaan van een positieve afloop.

Echter, de laatste weken van het 2<sup>e</sup> kwartaal zien we, doordat een "Grexit" van Griekenland tot de mogelijke uitkomsten mag worden gerekend, dat de rentes van de perifere landen aan het oplopen zijn. Zie hiervoor ook hoofdstuk 3, kredietwaardigheid, waar duidelijk te zien

is dat de creditspreads bij de zuidelijke landen behoorlijk zijn opgelopen in vergelijking met het vorig kwartaal. Daar waar ze een stabiel beeld vertonen bij de noordelijke landen.

Mocht door het uitblijven van een oplossing in de kwestie Griekenland de onzekerheid verder toenemen en hiermee het vertrouwen in de eurozone onder druk komen, dan kan dit ervoor zorgen dat de rentes op staatsleningen in landen als Italië en Spanje verder gaan oplopen. Dit geldt ook voor de bedrijfsobligaties.

Het opkoopprogramma van de ECB zal aan deze laatste categorie geen soelaas kunnen bieden, aangezien zij alleen staatsobligaties kunnen opkopen.

Wat zal uiteindelijk de oplossing zijn voor Griekenland? Werkelijk een Grexit of zal Griekenland instemmen met zwaardere hervormingsmaatregelen. Bij het uitbrengen van dit kwartaalbericht hopen we dat op deze vraag inmiddels een antwoord te geven is en het liefst een antwoord waar heel Europa baat bij heeft. Zeker ook voor u als belegger. Dat het land dringend aan het infuus moet, lijkt wel duidelijk. Het zal alleen moeilijk worden voor Tsipras om de te stellen voorwaarden unaniem door het Griekse parlement te loodsen.



### Onze visie:

Laten we positief beginnen. Duidelijk is, dat Europa op de goede weg is als het gaat om een bestendige groei van de economie te laten zien. Deze groei wordt op vele fronten breed gedragen. Bedrijfswinsten zijn sterk toegenomen en voor het eerst sinds 2011 zijn de winstverwachtingen opwaarts bijgesteld. Ook zijn de bedrijfswinsten in Europa nog niet zo sterk hersteld als in de Verenigde Staten. De goedkope olie en de zwakker wordende euro zijn een grote zege voor Europa. Uit onderzoek van Credit Suisse blijkt bijvoorbeeld dat lagere energieprijzen een boost geven aan het consumentenvertrouwen en dat hiermee de groei van Europa wordt aangejaagd. Een zwakkere euro draagt weer positief bij aan winsten van Europese exporteurs. De verwachting is dat de euro in de komende maanden zelfs nog wat verder kan verzwakken ten opzichte van de dollar.

Griekenland gooi(de)t naar onze mening kortstondig roet in het eten als het gaat om de koersontwikkelingen op de Europese beurzen. Economisch gezien is Europa in staat om een faillissement van Griekenland te dragen, ook al zal dit betekenen dat Griekenland als een soort van "failed state" van de Europese Unie door het leven moet. Uiteindelijk zijn we van mening dat wat de uitkomst ook mag zijn voor Griekenland, dat het vertrouwen in de euro en de eurozone

overeind zal blijven en dat Europa, eventueel zonder Griekenland, zijn positief ingeslagen pad van economische groei en herstel blijft vervolgen. Zo hebben we dit ook aangegeven in ons flashbericht van 29 juni jl.

## Japan, bestendige groei!

In ons vorige kwartaalbericht schreven we dat Japan uit de recessie is geklommen en wederom een positieve groei van de economie laat zien. Belangrijker is, dat deze groei vastgehouden kan blijven. Het antwoord hierop is volmondig ja. De Japanse economie is in het eerste kwartaal van 2015 met 2,40 % gegroeid in vergelijking met een jaar eerder. Een zeer sterk eerste kwartaal, daar waar economen een groei van 1,60 % hadden verwacht. De groei is zowel afkomstig van de consument als van het bedrijfsleven. De consument is duidelijk meer gaan besteden en dit geeft aan dat het vertrouwen onder de consumenten toeneemt. Ook bij het bedrijfsleven blijkt dit zo te zijn. In het bijzonder gaven de bedrijven duidelijk meer uit aan het opbouwen van bedrijfsvoorraden. Een teken dat de bedrijvigheid in en vanuit Japan aan het toenemen is.

Daarnaast hebben de meest recente bedrijfscijfers laten zien dat de winsten van Japanse bedrijven behoorlijk toegenomen zijn. Dit gedreven door een zwakke Yen, wat goed is voor de exportpositie, alsook de sterke daling van de olieprijsen, waardoor de productiekosten afgenomen zijn.

Wat betreft het stimuleringsprogramma van de Bank of Japan (BOJ) kan gezegd worden dat de bank blijft vasthouden aan het huidig ingezette stimuleringsplan. (het vergroten van de geldhoeveelheid van 80 biljoen

### Onze visie:

De verbeteringen in Japan, ingezet vorig jaar, zetten zich duidelijk voort. De afzwakkende Yen alsook de dalende olieprijs hebben een belangrijk aandeel gehad in de toename van de bedrijfswinsten. Door de toename van de wereldwijde economische groei kunnen Japanse bedrijven profiteren van een hoger exportvolume tegen voor het buitenland goedkopere prijzen. Een positieve combinatie voor een land dat grotendeels afhankelijk is van de export en haar olie moet inkopen. Nemen we ook daarbij dat de binnenlandse vraag toeneemt als gevolg van een toenemende werkgelegenheid en een duidelijke verbetering in het bestedingspatroon van de consument, dan liggen de kaarten er goed bij voor Japan. Dit is een ontwikkeling welke zeer lange tijd niet meer is voorgekomen. We onderschrijven de positieve ontwikkelingen in het land van de rijzende zon en overwegen een belang op te nemen in Japan in de portefeuille.

## Opkomende Markten, aanjagers van de groei?

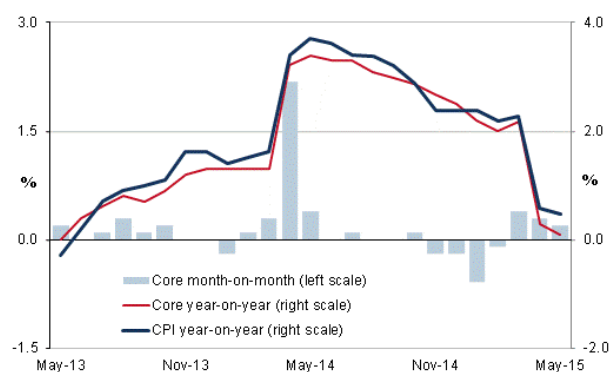
De opkomende markten hebben het afgelopen kwartaal per saldo weinig beweging laten zien. Een afwachtende houding zou je kunnen stellen, maar is dit ook zo? We zullen dit bericht grotendeels aandacht besteden aan China, aangezien hier belangrijke ontwikkelingen gaande zijn.

Yen per jaar). Hiermee beoogt de bank dat de inflatie medio 2016 rond de 2% uitkomt. De BOJ gaf verder aan dat op korte termijn de inflatie zich zal handhaven op een laag niveau, mede door de daling van de olieprijs.

De Bank stelt ook dat niet alleen de toename van de bedrijfswinsten (en daarmee de investeringen), maar ook de toename van de werkgelegenheid en de stijging van het salarisniveau van de werknemer, het binnenlandse bestedingspatroon positief beïnvloedt.

Daarnaast zal de Japanse economie de komende periode verder kunnen profiteren van de wereldwijde verbeterende economische groei, aldus de BOJ.

## Japan Inflation Chart



Bron: tradingeconomics

De beurzen aldaar zijn in de maand juni hard onderuit gegaan. De Chinese Shanghai index (deze beurs is nagenoeg niet toegankelijk voor buitenlandse investeerders) daalde op 26 juni maar liefst met meer dan 9 %. Op 30 juni sloot de index op 4.277 punten, waar op 12 juni nog een hoogtepunt werd bereikt van

5.166 punten. Toch heeft deze beurs in het tweede kwartaal een winst weten te boeken van 14 %.

De grilligheid en de forse bewegingen laten zien dat de spanning daar toeneemt. Er is toenemende bezorgdheid dat de lange hausse van het afgelopen jaar (+ 124 %) overdreven is. De hoeveelheid aandelen welke gefinancierd zijn met geleend geld is spectaculair gestegen. Ten opzichte van een jaar geleden wordt er momenteel ongeveer vijf keer zoveel belegd met geleend geld. En juist wanneer er een daling op de beurs optreedt zullen steeds meer "gefinancierde" beleggers gedwongen zijn hun stukken te verkopen, met een versnellende daling als gevolg. En in de tussentijd blijft er vanuit het groeifront minder positief nieuws komen.

Azië is een belangrijk continent voor opkomende markten, met China voorop. Deze regio laat in het eerste kwartaal een lichte groeivertraging zien. Het eerste kwartaal van dit jaar heeft China een groei gerealiseerd van 7,0 %, het laagste groeipercentage sinds 2009.

De vertraging in China is vooral veroorzaakt door een afname van de binnenlandse vraag en een vertraging in de industriële sector. Ook in andere landen zoals Hongkong, Zuid-Korea en Indonesië viel de groei terug. Landen die voor China belangrijk zijn voor de export.

Vanwege de lichte tegenvallende en dus vertragende groei en daarbij de daling van de bedrijfswinsten, heeft de Chinese overheid aangekondigd over te gaan tot verdere stimuleringsmaatregelen waaronder het nogmaals verlagen van de beleidsrente (recentelijk met 0,25% teruggebracht tot 4,85%), het verruimen van de reservevereisten voor banken en de versoepeling van de financieringscondities voor onroerend goed. Deze laatste is opvallend te noemen, omdat er steeds meer gesproken wordt over een bubbel in de onroerend goed markt.

De rally van de beurs in het afgelopen jaar wordt eigenlijk dus niet meer ondersteund door

#### Onze visie:

China en ook inmiddels India zijn zowel voor de ontwikkelde als de opkomende landen zwaargewichten te noemen en spelen een belangrijke rol wat betreft de wereldwijde economische ontwikkelingen. Grootmachten als Brazilië en Rusland lijken voorlopig een ondergeschikte rol te spelen binnen de categorie emerging markets.

We zien dat voor China de structurele groeivoorzichten enigszins afzakken. Echter door het kordaat inzetten door de Chinese overheid van hun groeiplan gebaseerd op de liberalisering van hun binnenlandse markt (meer

'fundamentals'. Juist de Chinese autoriteiten zijn de belangrijkste factor achter deze koersstijgingen met het doorvoeren van het ruime monetaire beleid (vooral verlaging van de rente) met een enorme liquiditeit.

Wanneer de aandelenkoersen behoorlijk oplopen, is het voor veel bedrijven aantrekkelijk om zich via de beurs te financieren en niet via obligaties. Op deze manier hoopt China enigszins de schulden terug te brengen.

Opvallend is dat in het rijtje BRIC-landen (Brazilië, Rusland, India en China), de groei van de economie in India (7,5 % voor het gebroken boekjaar 2014/2015) op een hoog niveau blijft liggen en zelfs het stokje van China aan het overnemen is.



Hiermee laat India zien dat het de snelst groeiende economie van de wereld is. Brazilië met een verwachte groei van 2 % voor 2015 en Rusland waar zelfs een inkrimping van de economie niet uitgesloten mag worden, blijven hiermee toch uit de toom vallen bij de Aziatische grootmachten.

In vele andere Aziatische landen is tevens de rente verlaagd ter stimulering van de economie. Een dalende inflatie zorgt ervoor dat de centrale banken deze stap verantwoord kunnen nemen. Vooral de daling van de olieprijs heeft behoorlijk aan de daling van de inflatie bijgedragen, aangezien de meeste Aziatische landen afhankelijk zijn van de import van olie.

toegankelijkheid voor buitenlandse investeerders en stimulering binnenlandse consumptiemarkt) gesteund door aanwezige grote geldreserves, verwachten we dat China kan blijven vasthouden aan een verwachte economische groei van 7 % voor 2015. Neemt niet weg dat we scherp blijven kijken naar de ontwikkelingen in vooral China, omdat, wanneer het tij zich keert (bijvoorbeeld doorzetten afname groei), het voor een daling kan zorgen op de beurzen daar. En dit gepaard gaande met het zogeheten sneeuwbal effect.

Voor landen die sterk afhankelijk zijn van de export van grondstoffen (bijvoorbeeld Brazilië, Indonesië en Zuid-Afrika) zijn we meer terughoudend. Al met al zijn we positiever over de opkomende landen in Azië dan in Latijns-Amerika en Europa.

## Samenvatting en conclusie

Vooraf Griekenland en de problematiek rondom een eventuele exit hebben ons met name de laatste maand van het tweede kwartaal bezig gehouden. De scherpe koersdalingen op de Europese markten gaven duidelijk aan dat de markt zeer gespannen werd over het feit of Griekenland wel of niet binnen de eurozone zou blijven en valt of staat hiermee het vertrouwen in de euro? Als gevolg hiervan zagen we de rentes behoorlijk oplopen wat resulteerde in scherpe koersdalingen op het obligatiefrent. Dit vanwege de angst op het besmettingsgevaar van Griekenland naar de perifere landen, maar ook als gevolg van winstnemingen na een lange periode van rentedalingen.

Weken van overleg tussen de Europese leiders, Tsipras, de ECB en de Trojka zijn inmiddels voorbij gestreken zonder direct resultaat, maar het steekspel lijkt dan toch tot een eind te komen. Met het voorbijgaan van het referendum en het opstappen van Varoufakis lijkt het erop dat de betreffende partijen overgaan tot een slotoverleg, waaruit moet blijken of dat Griekenland echt bereid is in te gaan op de gestelde eisen. Buiten Griekenland om, blijven we positief voor de Eurozone, aangezien de groei van de economie in 2015 zich op allerlei fronten duidelijk voortzet.

De impact van Griekenland gaat grotendeels voorbij aan de andere continenten. De Verenigde Staten zien we hierop nauwelijks reageren alsook Azië lijkt hier geen last van te ondervinden. Hier spelen toch andere zaken een belangrijkere rol.

De VS is in het eerste kwartaal dit jaar met een slechte start begonnen. En dan duiden we op de economische ontwikkelingen en de economische groei daar. De groei kwam ver onder de verwachting uit (0,20 % i.p.v. 1,0 %), wat zorgde voor een bijstelling van de groeiverwachting voor het hele jaar door zowel de FED als het IMF. De FED gaf duidelijk aan geen zorgen te hebben voor deze tijdelijke terugval en verklaarde dat deze terugval toe te dichten is aan tijdelijke factoren zoals slecht weer aan de oostkust, havenstakingen aan de westkust en teruglopende investeringen in de oliesector door de lage olieprijs. Gesteund door een toenemende werkgelegenheid en een hoog blijvend consumenten- en producentenvertrouwen zal de economische groei vanaf het tweede kwartaal verder toenemen, aldus Yellen van de FED. Waakzaam blijven we voor de hint van de FED die duidt op een eventuele renteverhoging medio september en we houden de komende groeicijfers nauwlettend in de gaten.

Japan vormt een positieve uitzondering op het geheel. Dit zien we zeker terug in de koersontwikkeling van de Japanse beurs. De groei van de economie is in het eerste kwartaal met 1,0% harder gegroeid dan voorzien. Men had namelijk een groei verwacht van 0,40%. Hiermee bedroeg de groei op jaarbasis 3,9% ten opzichte van 2,40% als raming. Deze cijfers maken duidelijk dat Japan op de goede weg is en hiermee overtuigend het recessiejaar 2014 verlaten heeft.

De opkomende markten zijn overall in de afgelopen drie maanden stabiel gebleven en hebben met een beperkte daling van rond de 1 % het tweede kwartaal afgesloten. Vooral China sprong in juni in het oog door het vertonen van forse koersdalingen op de Chinese beurzen. Uit de laatste economische cijfers blijkt dat de robuuste groei van China aan het afnemen is en dat de Chinese overheid er alles aan gelegen is om haar stimulerende maatregelen zo goed mogelijk in te zetten. Komende maanden zal moeten blijken of dat het ingezette beleid haar vruchten afwerpt en hiermee de afname van de economische bedrijvigheid een halt kan worden toegeroepen. Latijns-Amerika blijft vooralsnog, zoals ook in het eerste kwartaalbericht aangegeven, in een moeilijk vaarwater zitten. Het ziet ernaar uit dat dit voorlopig zal blijven.



## 2. Benchmarks

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

Categorie	Benchmark	31-mrt-15	30-jun-15	Performance 2 <sup>e</sup> kwartaal	Performance 2015	
<b>Aandelen</b>	MSCI World	1.757,31	1.737,60	- 1,12 %	+ 1,6 %	
	AEX (Ned)	489,41	472,58	-3,34 %	+ 11,3 %	
	DAX (Dui)	11.966,17	10.944,97	- 8,53 %	+ 11,6 %	
	CAC40 (Fra)	5.033,64	4.790,20	- 4,48 %	+ 12,1 %	
	Euro Stoxx 50 (Eur)	3.697,38	3.424,30	- 7,39 %	+ 8,8 %	
	Dow Jones Ind (VS)	17.776,12	17.619,51	- 0,88 %	- 1,15 %	
	S&P 500 (VS)	2.067,89	2.063,11	- 0,23 %	+ 2,04 %	
	Nasdaq (VS)	4.900,88	4.986,87	+ 1,75 %	+ 5,3 %	
	Nikkei 225 (Jap)	19.206,99	20.235,73	+ 5,36 %	+ 16,0 %	
	Hang Seng (Hong K)	24.876,37	25.959,75	+ 4,36 %	+ 10,0 %	
	MSCI Emerging (Opk. L.)	968,91	959,42	- 0,98 %	+ 3,3 %	
	<b>Vastgoed</b>	EPRA (Europa)	2.271,01	2.179,53	- 4,03 %	+ 7,0 %
	<b>Obligaties</b>	iShares Euro Corp Bond	135,68	131,10	- 3,38 %	- 2,80 %
iShares Euro High Yield		108,38	106,79	- 1,47 %	- 1,50 %	
iShares EUR Gov.Bnd 5-7		153,35	148,65	-3,06 %	- 1,40 %	
iShares EUR Gov.Bnd 7-10		208,35	196,58	- 5,85 %	- 2,80 %	
JPM Em.Mkt.Bnd ETF		112,12	109,90	- 1,98 %	+ 1,33 %	
<b>Grondstoffen</b>	Brentolie	55,11	63,59	+ 15,40 %	+ 10,90 %	
	Goud	1.185	1.174	-0,93 %	-0,77 %	
<b>Valuta</b>	Eur/USD	1,08	1,11	+ 2,70 %	- 9,30 %	
<b>Liquiditeiten</b>	Eonia index daggeldrente)	0,050	-0,06	- 220,0 %	- 220,0 %	

Bron: VWD

Duidelijk mag zijn dat de sterke stijging welke in het eerste kwartaal is ingezet een halt is toegeroepen. Vooral in Europa zijn de beurzen door een behoorlijke daling getroffen. Dit alles uiteraard ingegeven door de spanningen rondom Griekenland.

Hetzelfde zien we ook terug op de Europese obligatiemarkt waar de koersen van obligaties behoorlijk moesten inleveren als gevolg van de stijgende rentes. De belangrijke economische landen buiten Europa om hebben het beduidend minder zwaar te verduren gehad en dit geeft aan dat Griekenland echt een Europese aangelegenheid is.

Bij de categorie vastgoed zien we dat voornamelijk de stijging van de rente parten heeft gespeeld en dat dit heeft gezorgd voor de nodige koersdruk, vanwege hogere financieringskosten.

De valutaveranderingen waren sterk ingegeven door de monetaire verruiming welke de ECB als de BOJ aan het doorvoeren zijn. De afgelopen drie maanden is de koers van de EUR/USD behoorlijk stabiel gebleven. De algemene consensus is dat de EUR/USD waarschijnlijk verder zal tenderen naar een 1 op 1 pariteit.

De olieprijs zijn in het afgelopen kwartaal na de eerdere scherpe dalingen vorig jaar en de lichte daling in het eerste kwartaal weer wat opgeveerd. De verwachtingen bij analisten over het verloop van de olieprijs zijn divers. Op dit moment lijkt de kans groot dat, gezien ook het ruime productieprogramma van de OPEC en het grote aanbod van olie, de olieprijs op korte termijn niet veel verder zal oplopen. Ook het loslaten van handelsbeperkingen richting Iran zal de olie export van dit land doen toenemen en de prijs doen dalen.

Ondanks de opgelopen spanningen wat betreft Griekenland en daarbij de dalingen in het tweede kwartaal kunnen we toch nog steeds spreken van een mooi beursjaar.

Dit zien terug in de rendementen over het eerste half jaar van 2015. We verwachten dat de rust op de beurzen zal terugkeren en dat we na deze "gezonde" correctie weer omhoog mogen kijken.

### 3. Kredietwaardigheid

Bron : BNP Paribas	14-01-2015	08-04-2015	02-07-2015	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	49,53	52,00	72,94	A+	negatief
Royal Bank of Scotland Holding	56,72	65,15	92,00	A-	stabiel
UBS	49,51	52,27	72,64	A	stabiel
Barclays Bank plc	53,49	58,33	80,13	A-	stabiel
ING Bank	58,96	57,50	85,27	A	stabiel
BNP Paribas	70,50	59,93	85,24	A+	negatief
Natixis	68,01	59,65	78,07	A	negatief
Société Generale	96,22	74,15	94,71	A	negatief
Commerzbank	84,61	80,76	101,81	BBB+	negatief
Van Lanschot	Niet beschikbaar	Niet beschikbaar	Niet beschikbaar	BBB+	Niet beschikbaar

Landen	14-01-2015 5Y CDS spread In basispoints	08-04-2015 5Y CDS spread In basispoints	03-07-2015 5Y CDS spread In basispoints
Griekenland	1406	2643	n.a.
Ierland	51	49	56
Spanje	97	82	107
Italië	138	104	132
Portugal	203	130	187
USA	16	15	17
Duitsland	17	16	16
Frankrijk	47	39	45
Nederland	21	20	20



Bron:CNBC

#### Conclusies:

Daar waar de verbeteringen in de CDS spread zich begin 2015 doorzette voor nagenoeg alle bovengenoemde landen, zijn het vooral de perifere landen die in het tweede kwartaal te maken hebben gekregen met hogere Cds-spreads. De noordelijke landen laten daarentegen een zeer solide indruk achter. Deze verandering geeft duidelijk de tweespalt aan tussen het veilige staatspapier van landen als Duitsland en Nederland en het meer risicovolle staatspapier van Spanje en Italië. Als de risico's toenemen, zoals nu met Griekenland, dan zien we de rentegevoeligheid van de zuidelijke landen zich duidelijk manifesteren, vanuit het angstige gevoel van mogelijke besmetting.

Door de economische en politieke spanningen en de toegenomen onzekerheid over het verloop van de Griekse kwestie en de gevolgen hiervan in de markt, zien we dat de financiële sector hier over de gehele breedte last van heeft. De creditspreads zijn hierop behoorlijk gestegen. Vooral banken met een exposure naar obligaties in de periferielanden zijn hier meer gevoelig voor.

Wanneer de zorgen van Griekenland zullen wegebben zullen we hoogstwaarschijnlijk zien dat de spreads tussen de noordelijke- en zuidelijke landen weer zullen indikken. Zo ook zullen de spreads voor de banken hun daling inzetten.

#### 4. Beleggingsbeleid

In ons vorige bericht begonnen we hier met de opmerking dat we een positieve visie hebben voor Europa. Op economisch gebied met op vele fronten blijvend verbeterende indicatoren, blijven we dit zeker. Vooral als het gaat om de economische groei, die in een aantal landen robuust aan het toenemen is.

Het probleem Griekenland onderschatten we zeker niet, maar we zijn van mening en gaan er nog steeds vanuit dat er op politiek vlak een oplossing komt. Mocht het toch aankomen op een "Grexit" dan zal de Europese Unie deze exit financieel kunnen dragen. Wel zal dit op korte termijn voor meer onzekerheid kunnen zorgen wat betreft het vertrouwen in de euro en zal het toenemende volatiliteit teweeg brengen op de beurzen.

Op de middellange termijn verwachten we dat het economisch klimaat en de economische verwachtingen voor Europa er goed bij blijven liggen. Overall blijven we daarmee onze positieve visie op Europa handhaven.

Voor de Verenigde Staten zal het spannend kunnen worden. Wat zal de impact zijn op de economie gezien de aanhoudende versterking van de Amerikaanse dollar, zet de groei van de economie door na een tegenvallend eerste kwartaal en gaat de FED inderdaad in de komende maanden een eerste renteverhoging doorvoeren? Ondanks de verbeterende arbeidsmarkt en positieve ontwikkelingen van de vertrouwensindicatoren, blijven een aantal onzekerheden, welke op korte termijn kunnen spelen, openstaan. Maken we op basis hiervan de balans op, dan blijven we voor de Verenigde Staten gematigd positief.

Over Azië blijven we overall positief waarbij Japan er steeds beter voor komt te staan. De vraag is of de lichte groeivertraging in China tijdelijk van aard is, of dat er zich meer donkere wolken vormen boven de tweede economie van de wereld. De Chinese overheid heeft laten zien adequaat stimuleringsmaatregelen door te

#### 5. Ten slotte

Een roerig kwartaal hebben we achter de rug, daar waar het eerste kwartaal zeer soepel en profijtelijk was verlopen. Griekenland heeft en houdt met name de Europese beurzen in zijn greep. De uitkomst van deze kwestie blijft nog in het ongewisse, terwijl in de tussentijd de signalen op een mogelijk positieve uitkomst weer aan het toenemen zijn. Echter dit kan morgen zo weer anders zijn. Je weet het tenslotte nooit met Griekenland zoals we de afgelopen maanden hebben mogen ervaren. Ondanks de onzekerheid en ook verder kijkend dan alleen naar Griekenland, blijven we optimistisch over het beleggingsklimaat in de tweede helft van 2015.

voeren, daar waar nodig. Of dit stimuleringsbeleid zijn uitwerking zal hebben valt te bezien. Het maakt dat we wat betreft China voorzichtiger zijn geworden. India lijkt daarmee vooralsnog een beter alternatief.

Binnen de emerging markets menen we er goed aan te doen om de regio Latijns-Amerika voorlopig te mijden. Ook zijn we voorzichtig met beleggingen in de landen welke grotendeels afhankelijk zijn van de export van grondstoffen, zoals bijvoorbeeld Zuid-Afrika en Indonesië.

Het beleggen in vastgoed heeft door de recente stijging van de renteniveau's wat koersdruk moeten incasseren. Toch zijn we van mening dat het beleggen in vastgoed een goede optie blijft, waarbij we denken dat de recente dalingen binnen deze sector iets te ver doorgeschooten kunnen zijn.

Op rentevlak hebben we een behoorlijke ommezwaai gezien. Vanaf een renteniveau van rond het nulpunt voor het Nederlandse en Duitse 10-jarige staatspapier zijn deze rentes opgelopen naar rond de 1,0 %. We hadden hier wel een lichte stijging verwacht, aangezien een rente van rond de 0 % naar onze mening niet lang houdbaar is. Een stijging van ongeveer 100 basispunten hadden we daarentegen zeker niet voorzien. Komt er een spoedig vervolg van deze stijgende rente? Gezien de laatste ontwikkeling van het inflatieniveau (inflatie blijft laag) en het handhaven van het stimuleringsbeleid door de ECB denken we vooralsnog van niet.

Onze voorkeur bij beleggingen in obligaties blijft, zoals ook in het eerste kwartaal aangegeven, uitgaan naar de categorie high yield obligaties en bedrijfsobligaties. Dit middels de opname van kwaliteitsbeleggingsfondsen.

Het voorgaande impliceert natuurlijk onze voorkeur voor het beleggen in aandelen. Hetzij via beleggingsfondsen, hetzij via gestructureerde producten.

Als laatste willen wij u alvast informeren over het volgende:



Zoals u van ons gewend bent verzorgen we ook dit najaar weer een lezing op ons kantoor te Roosendaal. Op donderdag 12 november 2015 hebben we deze lezing gepland. Deze avond zal geheel in het teken staan van onze beleggingsmethode en effectieve aanpak. Ook zal worden ingegaan op het vraagstuk: “beleggen onder de huidige macro-economische en geopolitieke omstandigheden”.

De lezing is voor een ieder vrij toegankelijk. U bent van harte welkom! In verband met de planning willen we u vragen zich op voorhand aan te melden. Dit kan telefonisch (0165 – 572 900), via mail ([info@vermogensmanagers.nl](mailto:info@vermogensmanagers.nl)) of via het contactformulier op onze website.



Verder wensen wij u fijne zomermaanden toe!



**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.