



Nieuwsbrief voor Beleggers

finles

CAPITAL MANAGEMENT



november 2014

Voor u ligt de nieuwe nieuwsbrief voor beleggers. Zoals u van ons gewend bent gaan wij in de nieuwsbrief in op de huidige macro-economische ontwikkelingen en geven wij ook onze visie op de diverse beleggingscategorieën.

Zoals u weet publiceren wij als Beheerder tevens maandbrieven per Finles Fonds. De maandbrieven dienen om u te informeren over de resultaten en positionering van de Finles beleggingsfondsen.

De maandbrieven zijn beschikbaar op onze website (www.finlescapitalmanagement.nl)

We vangen deze nieuwsbrief zoals altijd aan met de column van Rob van Kuijk, directeur van Finles Capital Management.

Column Rob van Kuijk

In eerdere beleggersnieuwsbrieven heeft al kunnen lezen dat wij een positieve visie hebben over Japan voor de komende jaren. Waarom toch zou u kunnen zeggen aangezien het land een aantal zeer grote uitdagingen kent? Zo gaat Japan al decennia lang gebukt onder deflatie, een hoog jaarlijks begrotingstekort, frequente recessies en zeer hoge overheidsschulden. De overheidsschuld in Japan is het hoogst van alle ontwikkelde landen in de wereld en moet worden teruggedrongen.

Echter sinds het aantreden van premier Abe in december 2012, zien wij een aantal zeer positieve veranderingen. Deze veranderingen zijn verwerkt in het masterplan van premier Abe, ook wel "Abenomics" genaamd. U heeft hier in vorige beleggersnieuwsbrieven ook al over kunnen lezen. Destijds merkte wij al op dat de implementatie van deze maatregelen met horten en stoten zou gaan verlopen. Iets wat we nu ook zien. Zo is op 1 april 2014 het btw-tarief verhoogd van 5% naar 8%. Deze verhoging is gedaan om de belastinginkomsten van het land te vergroten om zo de enorme schuldenlast te verkleinen. Deze maatregel heeft zijn effect gehad op de binnenlandse bestedingen. De Japanse economie is gekrompen in het tweede en derde kwartaal van 2014 en hierdoor weer in een recessie beland. In onze optiek

is het echter veel te vroeg om over een mislukking van "Abenomics" te praten.

Op monetair niveau heeft de Japanse centrale bank, de BOJ, eind oktober besloten het kwantitatieve verruimingsprogramma verder uit te breiden. Dit alles om de economie een extra impuls te geven. Op hetzelfde moment kondigde het grootste pensioenfonds van Japan aan om zijn aandelenallocatie, dus ook de allocatie naar Japanse aandelen, de komende jaren fors te vergroten. Veel bedrijven in Japan, met name de exporteurs, zijn in staat geweest hun omzetten, winsten en marges sterk te verbeteren in de laatste 18 maanden. Het is de verwachting dat dit zal doorzetten gezien de verdere daling van Japanse Yen in de laatste maanden. Daarnaast zijn Japanse aandelen nog steeds relatief goedkoop.



Niemand weet of "Abenomics" een succes zal worden op de lange termijn, maar voor nu blijven wij positief op Japan en de kansen voor Japanse aandelen!

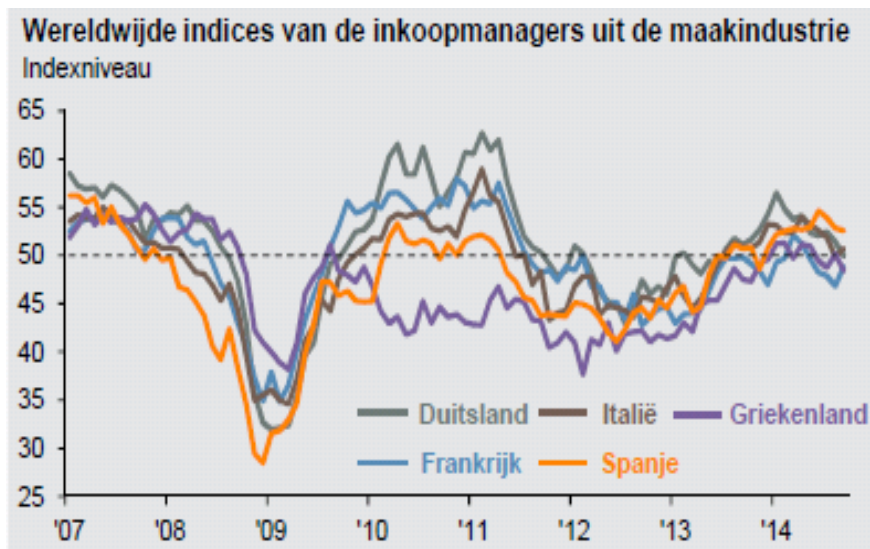
Prestaties Finles Fondsen en Indices 2014 (van 1 jan 2014 tot 25 november 2014)

| | |
|---|--------|
| Subfonds Finles Collectief Beheer | 2,57% |
| Finles Lotus Fonds | 0,48% |
| Finles Liquid Macro Fund | -4,06% |
| Finles Fountain Fund Class A (inclusief schatting november) | 1,10% |
| EMS Top-Rentefonds | 10,02% |
| AEX Index | 5,32% |
| MSCI World (in EUR) | 4,33% |
| Topix (in JPY) | 7,99% |
| Dow Jones (in USD) | 7,57% |
| Russell 2000 (in USD) | 1,81% |
| JPMorgan Global Government Bond Index (in lokale valuta) | 7,15% |
| DBX Hedge Fund ETF | -2,80% |

FINANCIËLE MARKTEN

Europa

We kunnen concluderen dat de economische situatie in Europa in de tweede helft van 2014 is verslechterd in vergelijking met de eerste helft van 2014. Hierbij valt op dat de Europese "groeimotor" van weleer, Duitsland, het eveneens moeilijk heeft. Dit kan bijvoorbeeld worden afgeleid uit de PMI-index. Deze index geeft de trend van productiecijfers van bedrijven weer. Een score van boven de 50 betekent groei en een score beneden de 50 betekent een teruggang van de productie.



Bron: JPMorgan Asset Management.

In Duitsland zien een teruggang tot een niveau marginal boven de 50. Ook de eerste schattingen van de economische groei in het derde kwartaal van 2014 laat een beduidend minder positief beeld zien dan de ramingen die eerder zijn afgegeven. Hierbij valt het overigens op dat Griekenland en Spanje het economische herstel wel lijkt door te zetten. Het blijft te bezien of dit herstel doorzet nu de zogenaamde "core" landen in Europa het zo moeilijk hebben. Overigens blijft het een interessant gegeven dat economen, overheden en centrale banken veelal (veel) te hoog zitten met hun ramingen. Eind 2013 werd voor 2014 uitgegaan van een reële economische groei van 1,4% voor de Eurozone als geheel. Nu wordt er rekening

gehouden met een economische groei van 0,8% en waarschijnlijk wordt dit nog verder naar beneden bijgesteld. Daarnaast loopt de inflatie verder terug. De inflatie beweegt al enige tijd ruim onder de doelstelling van 2 procent zoals gedefinieerd door de ECB. De angst voor een deflatorisch scenario is dan ook groot. Hierbij wordt vooral de vergelijking gemaakt met de situatie in Japan in de afgelopen twee decennia waarbij de economie groei nagenoeg stagneerde.

Daarnaast werd het land gekenmerkt door hoge jaarlijkse begrotingstekorten, frequente recessies en zeer hoge overheidsschulden. Het vertrouwen van consumenten en de bereidheid om te besteden was uitermate laag.

Europese bewindvoerders en ook de ECB hebben aangegeven dat zo'n scenario moet worden voorkomen. De ECB speelt hierbij een belangrijke rol. De ECB heeft dit jaar al een aantal maatregelen genomen waaronder een aantal renteverlagingen. Ook heeft de voorzitter van de ECB, Mario Draghi, reeds minder conventionele maatregelen geïntroduceerd. In oktober is de ECB begonnen met het opkopen van zogenaamde "covered bonds". Dit zijn

gedekte obligaties van bedrijven die rechtstreeks van banken worden gekocht. Later zal dit programma ook worden uitgebreid met "Asset Backed Securities" ofwel herverpakte leningen. Op die manier wil de ECB de kredietverlening in de eurozone aanjagen en de binnenlandse vraag in de eurolanden een impuls geven.

Daarnaast wordt er rekening gehouden met verdere onconventionele maatregelen. Hierbij moet u denken aan de kwantitatieve verruiming zoals we ook hebben gezien in de Verenigde Staten, het Verenigd Koninkrijk en Japan. Centrale banken vergroten de geldhoeveelheid en kopen daarmee effecten zoals obligaties en in sommige gevallen aandelen. Zij vergroten hiermee hun eigen balans.



Binnen het bestuur van de ECB is er overigens grote verdeeldheid over de invoering van verdere onconventionele maatregelen. Hierbij zijn vooral de Duitsers erg sceptisch. Dit omdat de druk op landen om hervormingen te implementeren daarmee voor een deel zou worden weggenomen. Hier wordt met name bedoeld op Frankrijk en Italië. Met name de Franse regering is onvoldoende in staat om de nodige hervormingen (op vooral sociaal economisch niveau) door te voeren om het land weer competitief te maken en om het huishoudboekje weer op orde te krijgen.

aantal landen in Zuid-Europa. Zo lijkt de economie in Griekenland volgens de eerste ramingen met 1,4% (op jaarbasis) te zijn gegroeid in het derde kwartaal van 2014. Dit nadat het land zeven jaar in een recessie heeft gezeten. De weg is echter nog lang aangezien het land nog zeer hoge schulden heeft en nog steeds aan het infuus van de zogenaamde "Troika" zit.

Verenigde Staten

Waar in Europa juist de macro-economische indicatoren en sentimentsindicatoren in het tweede



kwartaal van 2014 een afbrokkelend herstel lieten zien was dat in de Verenigde Staten niet het geval. De economie lijkt verder aan te trekken. Naast de economische groei trekt ook de werkgelegenheid aan. In januari van 2014 is de Amerikaanse Centrale Bank, de Federal Reserve (FED), begonnen met het afbouwen van de

Bron: Bloomberg. Ontwikkeling EUR/USD in 2014

De escalatie van het conflict tussen Oekraïne en Rusland en de daarop volgende sancties die zijn opgelegd aan Rusland lijken een belangrijke oorzaak van het afbrokkelende herstel in de eurozone.

Er zijn natuurlijk ook een aantal positieve signalen. Zo is de euro in 2014 al bijna 10% gedeprimeerd ten opzichte van de US Dollar. Voor exporterende bedrijven in de eurozone is dit een positieve ontwikkeling aangezien ze hierdoor competitiever worden. Daarnaast is de olieprijs dit jaar al met meer dan 20% gedaald. Voor veel bedrijven is olie nog steeds een belangrijke kostencomponent. Een ander positief punt is de verbetering van de economische situatie in een

kwantitatieve verruiming. In oktober j.l. is deze operatie volledig voltooid. Volgens de FED laat de economie voldoende positieve ontwikkelingen zien om dit besluit te rechtvaardigen. De FED heeft wel aangegeven dat de geldmarktrente nog lang op een historisch laag niveau zal blijven ook nadat de kwantitatieve verruiming tot een einde is gekomen. De markt houdt nu rekening dat ergens in het tweede kwartaal van 2015 wordt begonnen met het verhogen van de geldmarktrente. Daarnaast zal de FED naar alle waarschijnlijkheid ook gaan beginnen met het afbouwen van hun immense balans. Aan de ene kant is een meer restrictief beleid natuurlijk zeer positief omdat het laat zien dat de economie groeit en weer op eigen benen kan staan na alle monetaire operaties die we hebben gezien in de laatste zes jaar, maar



aan de andere kant is er de twijfel of de economie wel voldoende is hersteld na de "great recession".

De verschillen tussen de kortetermijnrentes wereldwijd zullen waarschijnlijk gaan toenemen, nu de renteverhogingen in de VS naderbij komen terwijl deze in de eurozone en Japan nauwelijks zullen bewegen aangezien de geldmarktrente zich daar al op een historisch laag niveau bevindt. Het verschil in het monetaire beleid tussen de verschillende landen en regio's zal een grotere invloed hebben op de verschillende wisselkoersen.

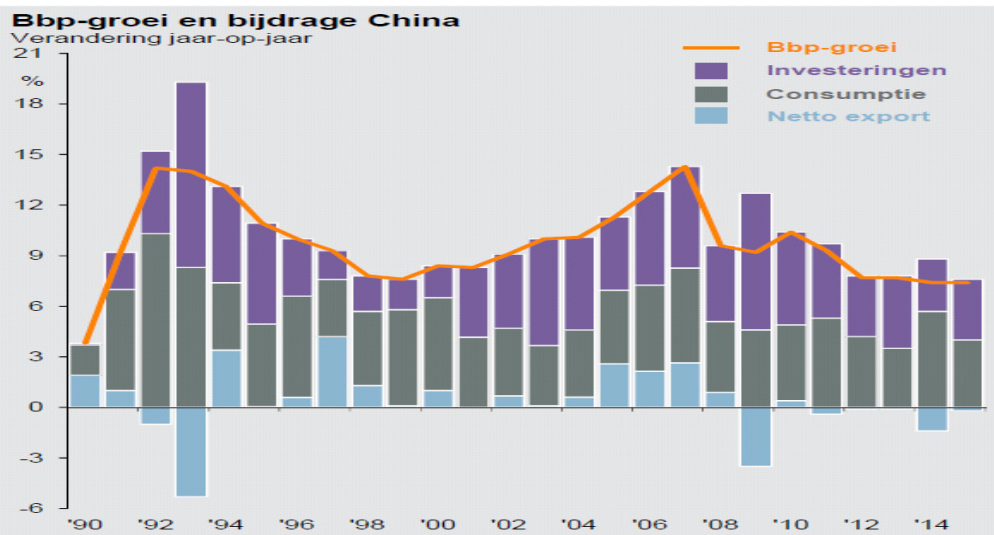
Desalniettemin blijven wij positief over de macro-economische groeiperspectieven in de Verenigde Staten.

Azië

De ontwikkelingen in Azië zijn niet eenduidig. In China zien we dat de economie min of meer is gestabiliseerd rond een groei van 7% op jaarbasis. De Chinese regering heeft een duidelijke hervormingsagenda gedefinieerd. Hierbij moeten zij een balans zien te vinden tussen het niet al teveel aantasten van de groei op de korte termijn en het oplossen van een aantal excessen die de Chinese economie kent. Denkt u hierbij aan de schulden-

Chinese individuen makkelijker om in het buitenland te investeren.

In Japan heeft premier Shinzo Abe te maken met een aantal tegenslagen. Op 1 april 2014 is het btw-tarief verhoogd van 5% naar 8%. Deze verhoging is gedaan om de belastinginkomsten van het land te vergroten om zo de enorme schuldenlast te verkleinen. We kunnen nu constateren dat deze maatregel verkeerd heeft uitgepakt aangezien de Japanse economie stevig is gekrompen in het tweede en derde kwartaal van 2014 en hierdoor weer in een recessie is beland. In het derde kwartaal kromp de Japanse economie met 1,6% op jaarbasis. Voor 2015 stond een verdere verhoging van het btw-tarief naar 10% op stapel maar deze zal voorlopig worden geschrapt. Naar alle waarschijnlijkheid zal de regering met verdere fiscale stimuleringsmaatregelen komen. Premier Abe heeft onlangs nieuwe verkiezingen uitgeroepen. Dit onder het mom dat het volk eveneens een stem verdient en zich uit moet spreken over het schrappen van deze belastingverhoging. De bevolking zal dit alleen maar toejuichen. Daarnaast is de oppositie in Japan hopeloos verdeeld op dit moment dus wij verwachten dat Abe deze verkiezingen met gemak zal gaan winnen.



Bron: JPMorgan Asset Management.

last van de private sector en dan met name de vastgoedsector.

Daarnaast tracht de Chinese regering de economie minder afhankelijk te maken van investeringen en juist de consumptiecomponent van de economie te laten groeien. We zien ook dat de lokale Chinese markt steeds verder open gaat voor buitenlandse investeerders. Daarnaast wordt het voor

Op monetair niveau heeft de Japanse centrale bank, de BOJ, ook een verdere duit in het zakje gedaan. De voorzitter van de BOJ, Kuroda, kondigde eind oktober reeds aan om de kwantitatieve verruiming verder te vergroten. Dit alles om de economie een extra impuls te geven. Op hetzelfde moment kondigde het grootste pensioenfonds van

Japan aan om zijn aandelenallocatie, dus ook de allocatie naar Japanse aandelen, de komende jaren fors te vergroten.

In India zien we dat de nieuwe president, Modi, een duidelijke hervormingsagenda heeft en de hervormingen ook daadwerkelijk implementeert. Dit is een uiterst positieve ontwikkeling. Financiële markten lijken veel vertrouwen in het beleid van Modi te hebben gezien de sterk opgelopen aandelenmarkt dit jaar.



Wij blijven momenteel duidelijk minder positief op een aantal landen in Zuidoost-Azië. Dit door de dezelfde redenen als geschetst in onze vorige beleggersnieuwsbrief.

Hierna gaan wij in op de ontwikkelingen van de verschillende individuele beleggingscategorieën.

Aandelen

Tot dusver in 2014 hebben we aantal heftige correcties gehad. Zo stond onze eigen AEX-index halverwege de maand oktober op een verlies van meer dan -11% voor de maand. Een snel herstel vond plaats waardoor de maand slechts werd afgesloten met een verlies van -2,4%. Dit is slechts een voorbeeld van de grilligheid die we dit jaar hebben gezien in de financiële markten. Een aantal zaken vallen hierbij op:

- 1: Aandelen van grote bedrijven presteren beter dan aandelen van kleine bedrijven;
- 2: Defensieve aandelen presteren veelal beter dan cyclische aandelen;
- 3: Amerikaanse aandelenmarkten presteren beter dan de meeste andere aandelenmarkten in de wereld.

De verwachting van een meer restrictief beleid door de FED in de Verenigde Staten zegt iets over het vertrouwen dat de beleggers en beleidsmakers hebben in de duurzaamheid van de economische expansie in de VS. De FED zal voorzichtig te werk willen gaan bij het nemen van rentebesluiten. In dit scenario zouden de aandelenmarkten positief moeten staan tegenover geleidelijke renteverhogingen, als teken van een expansie die gepaard zou moeten gaan met groeiende bedrijfswinsten

sis. Bovendien bevinden de winstmarges van veel bedrijven zich al op een historisch hoog niveau in de Verenigde Staten.

De mogelijke additionele monetaire maatregelen door de ECB als een reactie op de afbrokkelende groei in de eurozone en de aanhoudende lage inflatie zouden Europese aandelen interessant moeten maken. De waardedaling van de euro en de daling van de olieprijs zou hierbij verdere verlichting moeten geven. Het resultaat van deze ingrepen is van cruciaal belang voor het succes van de Europese economie en dus ook voor de Europese aandelen. Europese winsten zijn achtergebleven in het herstel van de brede economie. Wij gaan ervan uit dat de zwakkere munt hogere winsten kan opleveren, wat ook de aandelenkoersen in Europa de komende tijd zou moeten ondersteunen.

Ook over Japanse aandelen blijven wij positief. Enerzijds komt dit door het zeer ruime monetaire beleid anderzijds komt dit door de interessante waarderingen. Veel bedrijven in Japan, met name de exporteurs, zijn in staat geweest hun omzetten, winsten en marges sterk te verbeteren. Het is onze verwachting dat dit verder zal doorzetten gezien de verdere daling van Japanse Yen in de laatste maanden.

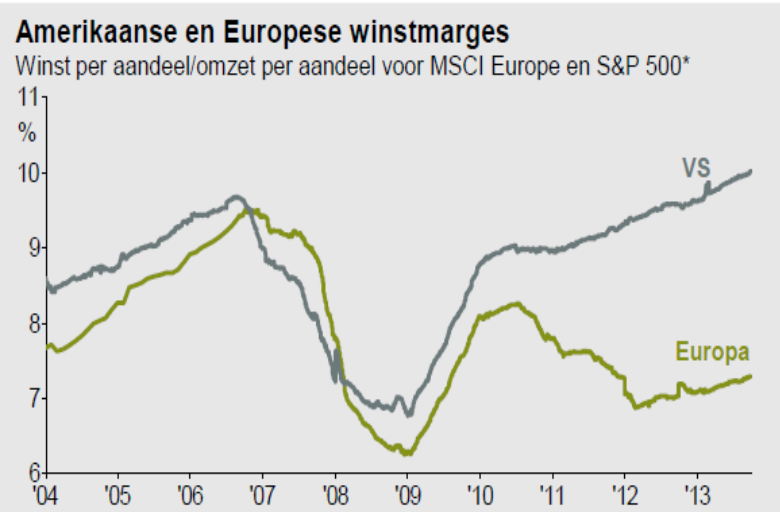
Al met al blijven wij gematigd positief over de kansen voor aandelen in de komende zes maanden. Wel denken we dat dit gepaard zal gaan met een toenemende volatiliteit op de financiële markten. Zoals u ook in de eerdere nieuwsbrieven heeft kunnen lezen zijn wij van mening dat investeringen in aandelen steeds meer zullen worden

gedreven door de fundamentele van een bedrijf (zoals goedkope waardering, groeiverwachtingen, verbetering van marges, etc) en dat de correlatie tussen aandelen verder zal afnemen, wat een gunstige ontwikkeling zou betekenen voor actieve aandelenbeleggers omdat de juiste aandelenselectie in een dergelijke omgeving beter rendeed.

Obligaties

Staatsobligaties hebben een goed jaar tot dusver in 2014. Koersen van obligaties van met name Westerse landen zijn flink opgelopen.

Hiermee is onze relatief negatieve visie op staatsobligaties van Westerse landen en dan met name de Verenigde Staten verder toegenomen. Hetzelfde geldt voor staatsobligaties van opkomende landen.



Bron: JPMorgan Asset Management.

Daarbij moet natuurlijk wel worden opgemerkt dat aandelen niet goedkoop zijn op een absolute ba-



In onze opinie blijft het effectieve rendement momenteel onvoldoende in vergelijking met de risico's in de huidige economische omgeving.

Denkt u hierbij ook aan de geopolitieke risico's zoals op dit moment in de Oekraïne en Rusland.

We zien echter nog wel selectief kansen in bedrijfsobligaties, met name in Europa.

De focus ligt hierbij op zogenaamde "High Yield Bonds" ofwel obligaties van bedrijven met een lagere kredietwaardigheid. De juiste selectie van dit type obligaties is in onze opinie een belangrijke component van het rendement.

Onroerend goed

Wij zijn minder negatief geworden over de Europese woningmarkt. De economische situatie is nog steeds fragiel waarbij de werkloosheid in een groot gedeelte van Europa nog steeds erg hoog. Dit zorgt ervoor dat mensen terughoudend zijn. De dalende kapitaalmarktrente in veel delen van Europa zorgt er echter voor dat de financieringskosten relatief laag zijn. Dit geeft momenteel een impuls geven aan de woningmarkt.

Over commercieel onroerend goed zijn wij nog steeds negatief door de hoge leegstand binnen met name de kantorenmarkt. Hierbij dient wel aangemerkt te worden dat de verschillen binnen Europa zeer groot zijn.

Wij blijven relatief positief over de Amerikaanse woningmarkt. In onze optiek is het zeer belangrijk dat de kapitaalmarktrente voorlopig op een laag niveau blijft. Een stijgende rente betekent immers dat kopers met hogere rentelasten te maken krijgen. Een stijging zal potentiële kopers afschrikken.

Grondstoffen

Wij zijn over het algemeen niet positief over grondstoffen. De voornaamste redenen hiervoor zijn:

- 1) Wereldwijde groeiperspectieven zijn laag;
- 2) In bepaalde segmenten van de grondstoffenmarkt is er meer aanbod dan vraag momenteel (denk hierbij aan bepaalde industriële grondstoffen).

Wij blijven de voorkeur houden om de beleggingscategorie grondstoffen via hedge fondsen te spelen. Hedge fondsen kunnen immers ook profiteren als prijzen dalen. Ook kunnen zij beter omgaan met complexe prijsstructuren.

Hedge Fondsen

Wij blijven positief over de kansen voor hedge fondsen. De beste kansen zien wij momenteel voor de volgende hedge fondsen strategieën:

Global Macro: De grootschalige monetaire en fiscale interventies wereldwijd bieden veel kansen voor gekwalificeerde macro fondsen. Verder denken wij dat indien de volatiliteit gaat stijgen macro fondsen daarvan kunnen profiteren.

Trendfollowing/CTA's: Dit vanwege het feit dat dit type fondsen trends in bepaalde beleggingscategorieën volgt (door middel van algoritmen) zoals aandelen, obligaties, valuta's en grondstoffen. Wij verwachten dat dit type fondsen voornamelijk gedurende perioden van hoge volatiliteit hun toegevoegde waarde zullen leveren.

Event Driven: Event Driven is een brede hedge fondsen strategie. Onze voorkeur gaat momenteel uit naar zogenaamde Multi-Strategy Event Driven fondsen. Deze fondsen richten zich op meer sub-strategieën zoals "merger arbitrage" en "distressed securities". Wij verwachten een verdere toename van het aantal fusies en overnames wereldwijd. Hier kunnen dit type fondsen uitstekend op inspelen.

Long/short Equity: De grote dispersies tussen aandelen en sectoren biedt in onze optiek goede kansen voor bottom-up "stock pickers". Zij zijn hierdoor in staat om zowel long alsook short waarde toe te voegen op hun aandelenselectie.



MEDEDELINGEN

Nieuwe participatie klasse Subfonds Finles Collectief Beheer

De Beheerder van het Paraplufonds Finles Beleggingsfondsen heeft met ingang van 1 juli 2014 een nieuwe participatie klasse naast de bestaande klasse ingevoerd in het Subfonds Finles Collectief Beheer.

Voor de nieuwe participatie klasse geldt een beheervergoeding van 1% per jaar en een performance fee van 10% per jaar. Op de performance fee is een high watermark van toepassing: dit impliceert dat een performance fee eerst dan wordt uitgekeerd indien het hoogste rendement dat is behaald sinds de introductie van deze participatie klasse wordt gerealiseerd. De startdatum hiervan is de datum waarop de nieuwe participatie klasse van start gaat.

Voor deze nieuwe participatie klasse geldt een minimum eerste investeringsbedrag van € 1.000. Daarna staat het de belegger vrij om additioneel ieder bedrag te investeren. De nieuwe participatie klasse wordt aangeduid als: Share Class I.

Vanzelfsprekend blijft ook de oude participatie klasse toegankelijk. Voor de deze participatie klasse geldt een beheervergoeding van 1,75% per jaar.

Geactualiseerde prospectussen

Onlangs heeft de Beheerder voor een aantal van haar beleggingsfondsen geactualiseerde prospectussen gepubliceerd. Dit geldt voor de volgende fondsen:

- Paraplufonds Finles Beleggingsfondsen en de Subfondsen: Subfonds Finles Collectief Beheer en Subfonds Collectief Beheer I.L.
- Finles Lotus Fonds
- Finles Liquid Macro Fund
- Finles Fountain Fund

De prospectussen van betreffende fondsen zijn vanaf heden beschikbaar op onze website:
www.finlescapitalmanagement.nl

De waarde van uw beleggingen kan fluctueren. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. Finles N.V. is als beheerder van beleggingsinstellingen opgenomen in het register dat wordt gehouden door de Autoriteit Financiële Markten. Informatie over de kosten en risico's van de Finles fondsen kunt u terugvinden in het prospectus en de essentiële beleggersinformatie (EBI) van het betreffende Finles fonds. Deze kunt u opvragen bij Finles N.V. te Utrecht of downloaden op www.finlescapitalmanagement.nl.