



# Nieuwsbrief voor Beleggers



november 2015

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](http://www.finlescapitalmanagement.nl))

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

## Column Rob van Kuijk

### 2015 en verder

2015 is tot nu toe een veel bewogen jaar. Na een uiterst positief marktsentiment gedurende de eerste helft van 2015 volgde er een omslag gedurende de zomermaanden en kwamen de wereldwijde financiële markten in zeer onrustig vaarwater terecht gedreven door zowel macro-economische alsook geopolitieke redenen. Finles Capital Management is van mening dat de beweeglijkheid op de Financiële Markten verder zal gaan toenemen in de komende jaren.

Onze vooruitzichten voor traditionele beleggingscategorieën zoals aandelen en obligaties zijn minder positief dan dat ze eerder waren. Waarderingen van aandelen zijn zeker niet goedkoop en in veel regio's in de wereld, met name de Verenigde Staten en opkomende landen, loopt de winstgevendheid bij veel bedrijven terug. Bij veel obligaties is het effectieve rendement onvoldoende in vergelijking met de aanwezige risico's die er zijn. In een aantal gevallen is er zelfs sprake van een negatieve nominale als ook een negatieve reële vergoeding op obligaties. Denkt u hierbij bijvoorbeeld aan Nederlandse -en Duitse staatsobligaties of bepaalde bedrijfsobligaties. De spaarrente na-

dert eveneens het nulpunt en ook hier is er vaak sprake van een negatieve reële vergoeding.

Ook op geopolitiek niveau zijn er veel ontwikkelingen, denkt u hierbij aan de situatie in Syria, de grote vluchtelingenstroom en de onenigheid over de aanpak van terreurgroepen zoals IS.

Aan de andere kant zien we ook positieve ontwikkelingen. Zo lijken we in Europa voorzichtig uit het dal te klimmen en is de werkgelegenheid in de Verenigde Staten sterk aange-  
trokken.



Desalniettemin voorzien wij door de toenemende onzekerheid voor de komende jaren een grotere toegevoegde waarde voor hedge fondsen. Wij voorzien een marktomgeving waarin beheerders met een vrij(er) beleggingsmandaat zich beter kunnen onderscheiden van traditionele aandelen en obligatie fondsen. Zo kunnen hedge fondsen, afhankelijk van de strategie en beleggingsstijl, anticiperen op zowel prijsstijgingen alsook prijsdalingen binnen een bepaalde beleggingscategorie. Wij denken dat hedge fondsen de komende jaren aanmerkelijk beter voor de dag zullen komen dan de afgelopen jaren.

Het Finles Fountain Fund zou hierdoor een goed beleggingsalternatief kunnen zijn. Meer over het fonds vindt u op onze website ([www.finlescapitalmanagement.nl](http://www.finlescapitalmanagement.nl)).



## Macro-economische ontwikkelingen

Na een uiterst positief marktsentiment gedurende de eerste helft van 2015 volgde er een omslag gedurende de zomermaanden en kwamen de wereldwijde financiële markten in zeer onrustig vaarwater terecht. Volgens veel marktkenneren lagen hier twee redenen aan ten grondslag:

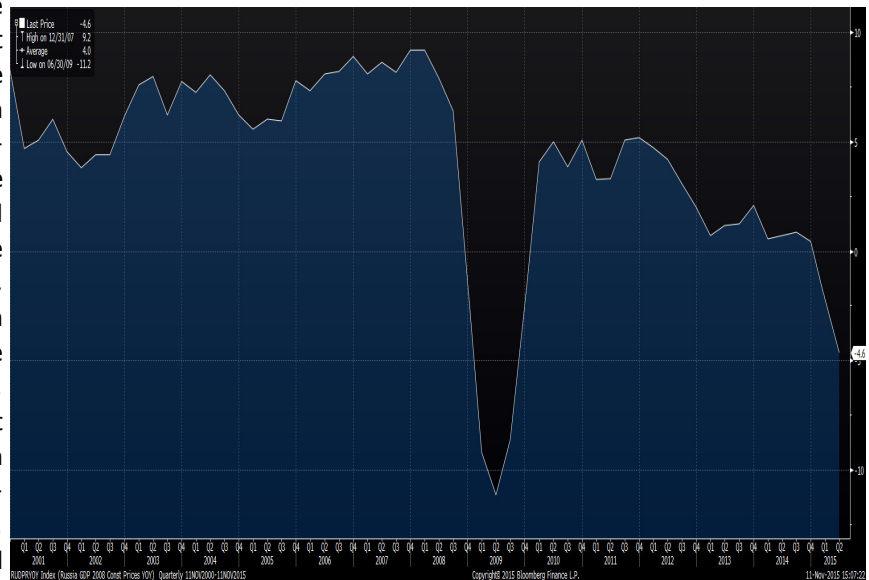
1: Onzekerheid omtrent de eerste verhoging van de geldmarktrente sinds 2006 in de Verenigde Staten. Een meer restrictief beleid van de Amerikaanse centrale bank betekent dat het lenen van geld duurder zal worden. Sommige marktkenneren denken dat dit het economische

herstel zal aantasten. Wij zien dit anders. Dit geeft aan dat de beleidsmakers vertrouwen hebben in de duurzaamheid van de economische groei in de Verenigde Staten. Het is bovendien ook hard nodig, na alle ingrepen die we de laatste zes jaar hebben gezien, dat de economie weer op eigen benen gaat staan en daarmee verder kan normaliseren. Bovendien verwachten wij niet dat de FED agressief zal acteren in het verkrappen van het monetair beleid. Integendeel zelfs. Het te snel of te ongecontroleerd afbouwen van de balans van de

FED of het te snel verhogen van de geldmarktrente in de Verenigde Staten zou een bedreiging kunnen vormen voor verdere economische groei. Een verder aansterkende USD is een bedreiging. Dit aangezien het de exportpositie van de Verenigde Staten verzwakt alsook dat veel opkomende landen hun schuld in USD hebben gefinancierd. Een appreciërende USD zorgt ervoor dat de verplichtingen gemeten in lokale valuta toenemen. Op moment van schrijven van deze nieuwsbrief, november 2015, lijkt een eerste renteverhoging aanstaande in december 2015.

2: Afkoeling van de Chinese economie. De groei van de Chinese economie bevindt zich net onder de 7% en een verdere afkoeling is waarschijnlijk. De Chinese regering heeft een duidelijke hervormingsagenda gedefinieerd. Hierbij moet 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. Daarnaast tracht de Chinese regering de economie minder afhankelijk te maken van investeringen en juist de consumptiecomponent van de economie te laten groeien. De afgenomen groei van de economie zien wij zeker niet als negatief en juist positief op de lange termijn om de excessen die aanwezig zijn in de Chinese economie op te lossen. Echter op de korte termijn zal dit de economische groei temperen. Dit heeft ook een negatieve invloed op veel andere landen die afhankelijk zijn van de export

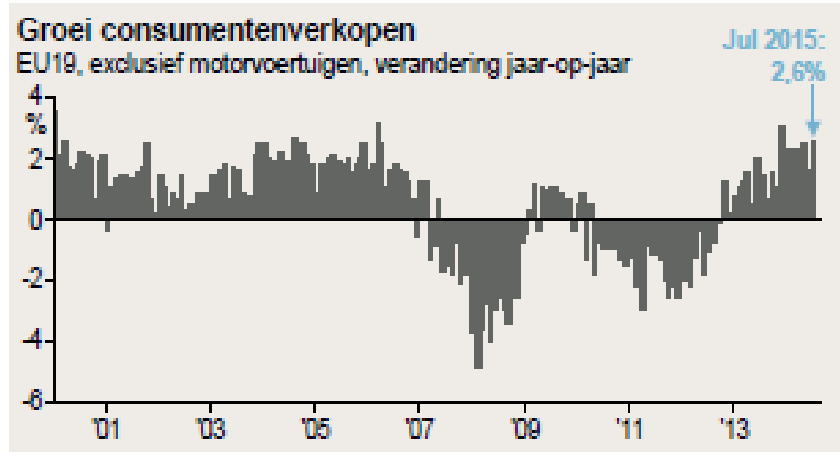


### Bron: Bloomberg. Ontwikkeling BBP Rusland

naar China. Denkt u hierbij aan opkomende landen zoals Brazilië, Rusland en Zuid-Afrika die afhankelijk zijn van de export van grondstoffen. Deze landen hebben momenteel allemaal te maken met een diepe recessie (negatieve groei) eveneens gekenmerkt door relatief hoge inflatie, een begrotingstekort en een tekort op de lopende rekening. Dit is een vervelende cocktail waarvan het einde voorlopig nog niet in zicht lijkt. De stevige dalingen van de grondstoffenprijzen in de laatste jaren trekken diepe sporen na in deze landen. Ook veel andere opkomende landen hebben te maken met teruglopende groei waarbij de laatste jaren ook de schulden in met name de private sector hard zijn gestegen. De schulden zijn bijvoorbeeld gebruikt om de productiecapaciteit binnen bedrijven uit te breiden, maar door de afgenomen groei loopt de overcapaciteit op.



In Europa zien we een duidelijke verbetering van de economische situatie. De werkloosheid neemt af en consumenten durven weer meer geld te besteden.



**Bron: JP Morgan Asset Management: Groei consumentenbestedingen jaar op jaar eurozone**

Een belangrijke reden van het verdere economische herstel lijken de ingrepen van de ECB te zijn geweest. Sinds de aankondiging van de kwantitatieve verruiming in de eurozone, in het eerste kwartaal van 2015, zien we een verdere verbetering van de economische situatie. Voorzichtigheid is echter geboden. Het herstel is zeer broos en we hebben sinds 2008 eerdere perioden van kortstondig herstel gezien. Bovendien zijn de echte problemen binnen de eurozone verre van opgelost. De schuldenlast van de periferie blijft bijvoorbeeld onverminderd hoog. Vooral Griekenland blijft een groot probleemgeval waar het verder afstempelen van schuld waarschijnlijk is maar ook Portugal staat momenteel weer onder hernieuwde druk waarbij de minderheidsregering van de Portugese premier Coelho al na 10 dagen na de beëdiging is gevallen. In de Verenigde Staten zien we dat de economie zich relatief goed ontwikkelt. We zien geen hele sterke groei maar in ieder geval positieve groei. De werkgelegenheid trekt verder aan en ook de lonen beginnen iets te stijgen. Het is waarschijnlijk dat na de sterke banencijfers in de maand oktober, de rente in december zal worden verhoogd mits er in de tussentijd geen tegenvallende macro-economische data worden gepubliceerd. In 2016 zijn er

opnieuw presidentsverkiezingen in de Verenigde Staten. Op moment van schrijven van deze nieuwsbrief vindt er zowel in het Democratische kamp als het Republikeinse kamp een felle strijd plaats over het kiezen van de daadwerkelijke presidentskandidaat voor iedere partij.

De ontwikkelingen in Azië zijn verre van eenduidig. Veel landen hebben te maken met (sterk) teruglopende groei. Denkt u hierbij aan Indonesië. Ook in Japan zien we geen eenduidige situatie.

De economische groei is laag en in de laatste twee kwartalen zelfs negatief. Het land bevindt zich hiermee dus wederom in een recessie. Positieve punten zijn dat de eerste resultaten van de hervormingen van de regering van premier Abe echt zichtbaar beginnen te worden. Denkt u hierbij aan de toenemende arbeidsparticipatie van vrouwen. Daarnaast verkeren Japanse bedrijven in een uitstekende financiële conditie. De winstgevendheid is goed en de waarderingen zijn nog relatief aantrekkelijk.

De gemene deler van de huidige economische situatie in de Verenigde Staten, Europa en grote delen van Azië (met name Japan en China) is de lage inflatie. Wij hebben hier in eerdere nieuwsbrieven ook al over geschreven alsook de gevaren hiervan. Nu zijn er natuurlijk veel discussies over hoe inflatie precies wordt berekend maar feit is in ieder geval dat de lage inflatie een wereldwijd fenomeen is. De verschillen tussen de korte termijntrentes wereldwijd zullen waarschijnlijk verder gaan toenemen, nu een eerste renteverhoging in de VS aanstaande lijkt. Dit terwijl enige opwaartse druk van de rentecurve in de eurozone en Japan redelijk beperkt lijkt vanwege de doorlopende kwantitatieve verruiming door de Centrale Banken aldaar. Marktkenners houden er rekening mee dat het huidige programma van de ECB verder zal worden verlengd en wellicht verder zal worden vergroot. Het is de verwachting dat de verschillen in het monetaire beleid tussen landen en regio's een nog nadrukkelijker invloed zullen hebben op de verschillende wisselkoersen.



Zoals wij eerder ook al opmerkten denken wij dat de FED heel voorzichtig te werk zal gaan bij het verhogen van de rente. Op dit moment zien we dan ook zeker geen langdurige cyclus van renteverhogingen. Dit is overigens ook iets wat veel marktkenners verwachten.

Meeting	Prob Of Move	0-0.25	0.25-0.5	0.5-0.75	0.75-1	1-1.25	1.25-1.5	1.5-1.75
12/16/2015	66.0%	34.0%	66.0%	--	--	--	--	--
01/27/2016	69.4%	30.6%	62.8%	6.6%	--	--	--	--
03/16/2016	84.1%	15.9%	47.3%	33.6%	3.2%	--	--	--
04/27/2016	86.3%	13.7%	42.9%	35.5%	7.4%	0.4%	--	--
06/15/2016	92.3%	7.7%	30.1%	38.8%	19.8%	3.5%	0.2%	--
07/27/2016	93.7%	6.3%	26.0%	37.2%	23.2%	6.4%	0.8%	0.0%
11/2/2016	95.9%	4.1%	19.3%	33.4%	28.0%	12.1%	2.7%	0.3%
09/21/2017	97.1%	2.9%	14.6%	29.0%	29.7%	17.1%	5.6%	1.0%
12/14/2016	98.2%	1.8%	10.3%	23.7%	29.4%	21.7%	9.9%	2.7%
2/1/2017	98.7%	1.3%	7.9%	19.9%	27.8%	23.9%	13.2%	4.7%

**Bron: Bloomberg: Renteverhogingen die door de markt worden ingeprijsd.**

De economische groei alsook de inflatie is simpelweg gewoon te zwak op dit moment. Daarnaast is de sterke USD een doorn in het oog van veel bedrijven in de Verenigde Staten. Hun exportpositie is hierdoor verslechterd. We zien dit momenteel ook terug in de bedrijfscijfers waarbij veel bedrijven te maken hebben met minder winstgroei en omzet als ook lagere marges.

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

**Aandelen**

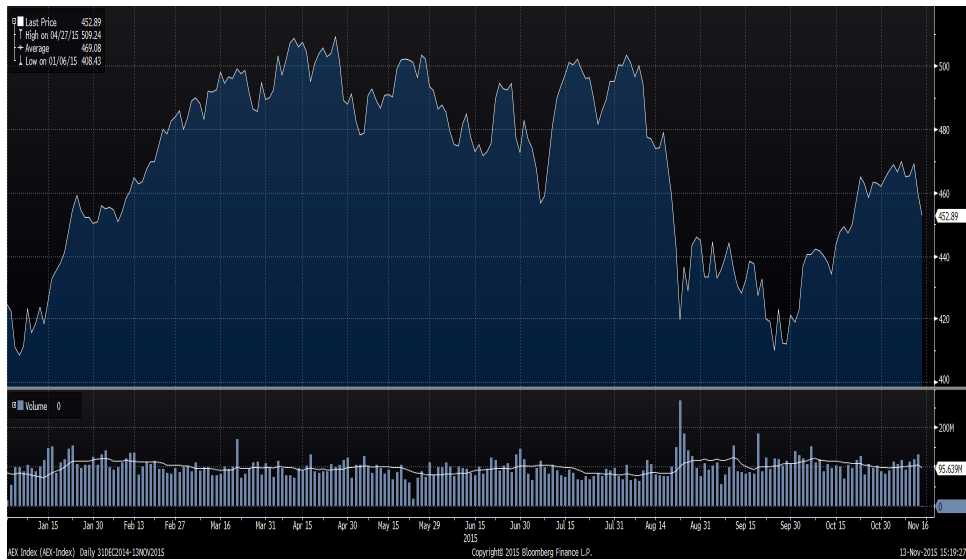
Na de goede start van het jaar hebben we een onrustige zomer gezien op de financiële markten met een sterk oplopende volatiliteit. Met name in augustus en september gingen aandelenmarkten hard onderuit. Zo verloor de AEX-index tussen 5 augustus en 24 september ruim 20%. In veel opkomende landen was de correctie nog veel groter. Sindsdien hebben de aandelenmarkten een sterk herstel laten zien maar staan nog ruim onder de niveaus die eerder dit jaar zijn neergezet.

Een aantal zaken vallen op in 2015:

- 1: Aandelen van ontwikkelde landen presteren beter dan aandelen van bedrijven in opkomende landen;
- 2: Europese aandelenmarkten presteren beter dan de meeste andere aandelenmarkten in de wereld;
- 3: Groeiaandelen presteren gemiddeld beter dan waarde aandelen.

We kunnen stellen dat aandelen zeker niet goedkoop zijn op een absolute basis. Met name in de Verenigde Staten zien we teruglopende winstgevendheid. Veel marktkenners spreken van een "Earnings Re-

cessions". De dispersies tussen de verschillende sectoren zijn echter groot. Bedrijven in de grondstoffensector worden hierbij het hardst geraakt.



**Bron: Bloomberg: AEX in 2015 van 1/1/2015 tot 13/11/2015**

Wij zijn aanmerkelijk positiever over aandelen in de eurozone. De mogelijke additionele monetaire maatregelen door de ECB als een reactie op de aanhoudend lage inflatie zien wij als belangrijk pluspunt. Ook de verbeterde concurrentiepositie van de landen in de eurozone door de waardedaaling van de euro zien wij als positief. Bedrijven in de eurozone zouden hiervan dus moeten profiteren. Tot nu toe valt dit enigszins tegen als we kijken naar de bedrijfscijfers die zijn gerapporteerd over het derde kwartaal van 2015, maar voor nu blijven wij hoopvol.



Ook over Japanse aandelen blijven wij positief. Enerzijds komt dit door het zeer ruime monetaire beleid en anderzijds komt dit door de interessante waarderingen. Veel bedrijven in Japan, met name de exporteurs, zijn in staat geweest hun omzetten, winsten en marges verder te verbeteren.

Al met al blijven wij gematigd positief over de kansen voor aandelen in de komende zes maanden. Dit ook omdat er weinig alternatieve beleggingsmogelijkheden zijn veelal omdat deze duurder zijn geprijsd. Wel denken we dat dit gepaard zal gaan met een toenemende volatiliteit op de financiële markten zoals we ook in de afgelopen tijd hebben gezien. Zoals u ook in de eerdere nieuwsbrieven heeft kunnen lezen zijn wij van mening dat investeringen in aandelen weer meer zullen worden gedreven door de fundamentele van een bedrijf (zoals goedkope waardering, groeiverwachtingen, verbetering van marges, etc). Het selecteren van de juiste aandelen zal in onze optiek een belangrijke drijver zijn van het totaalrendement (alpha).

#### Obligaties

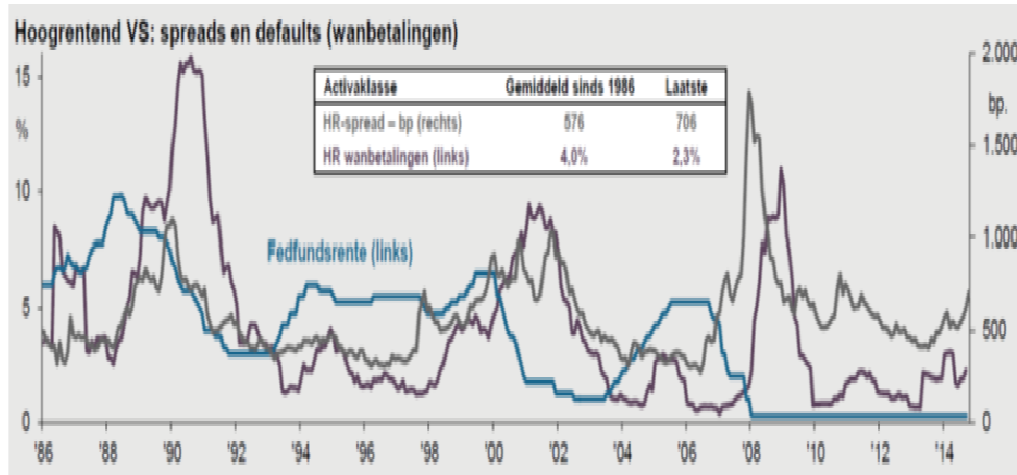
Wij blijven pessimistisch gestemd over de kansen van staatsobligaties van Westerse landen. Hetzelfde geldt voor staatsobligaties van opkomende landen. In onze opinie blijft het effectieve rendement

een groot aantal bedrijven in de grondstoffensector in grote financiële problemen gekomen met wanbetaling tot gevolg. Veel bedrijven in de grondstoffensector hebben de laatste jaren, door de lage renteomgeving, veel additionele schuld op zich genomen om bijvoorbeeld overnames te financieren, productie te vergroten, aandelen in te kopen, etc. Nu ze te maken krijgen met forse verliezen door de dalende grondstoffenprijzen en veelal imploderende aandelenkoersen kunnen sommige bedrijven niet meer voldoen aan bepaalde financieringsconvenanten. De grafiek laat zien dat de "spread" en het aantal wanbetalingen oploopt van bedrijven met een lage kredietwaardigheid in de Verenigde Staten.

#### Grondstoffen

Wij blijven in zijn algemeenheid pessimistisch gestemd 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 hedgefondsen te beleggen. Hedgefondsen kunnen immers ook profiteren als prijzen dalen. Ook kunnen zij beter omgaan met complexe prijsstructuren.



#### Hedge Fondsen

Het wereldwijd totale beheerde vermogen in hedgefondsen bereikte in 2015 een nieuw record. Eureka hedge schat het totale vermogen op ruim USD 2 triljard (2.000 miljard). Toch is er in de afgelopen jaren kritiek op hedgefondsen ontstaan door de tegenvallende prestaties ten

**Bron: JP Morgan Asset Management: Spread en wanbetaling ontwikkeling high yield obligaties VS**

momenteel onvoldoende in vergelijking met de risico's in de huidige economische omgeving.

We zien echter nog wel selectief kansen in bedrijfsobligaties, met name in Europa zal de daadwerkelijke selectie een belangrijke component van het totaal rendement zijn. Wij zien in bepaalde sectoren zelfs dat bedrijven grote problemen hebben met hun schuldenverplichtingen. Zo is er al

opzichte van aandelen en ook obligaties. In een bullmarkt (aanhoudend stijgende koersen) is het voor een hedge fonds manager moeilijk om het beter te doen dan de markt. De oorzaak voor de tegenvallers ligt onder meer in de lage rente, het ruime monetaire beleid van de centrale banken en de lage volatiliteit van de markten.

Ook short gaan, een veel gebruikte strategie waarmee hedgefondsen zich indekken tegen een koersdaling van een aandeel, is minder aantrekkelijk geweest de laatste jaren.



De compensatie om short te gaan is door de lage rente mager. De rentevergoeding voor de verkoopbrengst is momenteel immers laag. Bovendien is het middels short posities lastig geld verdienen in een opgaande markt. Beleggen is echter vooruit zien. Aangezien de risico premies van verschillende activa klassen historisch laag zijn verwachten wij gematigde rendementen van traditionele aandelen en obligatie beleggingen in de komende jaren. De beweeglijkheid van de markt is de afgelopen zeven jaar onderdrukt door het expansieve monetaire beleid van wereldwijde centrale banken. Wij verwachten dat de volatiliteit van de markten zal toenemen o.a. door de grote monetaire verschillen tussen landen en regio's en het beleid van de centrale banken aldaar. Dit zou een omgeving betekenen waarin beheerders met een vrij(er) beleggingsmandaat zich makkelijker kunnen onderscheiden van traditionele aandelen en obligatie fondsen. Wij denken dat de omgeving voor hedgefondsen de komende jaren aanmerkelijk beter voor de dag zullen komen dan de afgelopen jaren.

#### Mededelingen

##### **Nieuwe Bewaarder**

Per 1 augustus 2015 is Darwin Depositary Services B.V. formeel de nieuwe Bewaarder van de Finles beleggingsfondsen. Deze wijziging werd in de vorige nieuwsbrief voor beleggers reeds aangekondigd. Deze overdracht heeft geen consequenties voor de participanten. Ook de kosten van bewaring blijven gelijk.

**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](http://www.finlescapitalmanagement.nl).**