



IBS
capital
allies



Kwartaalverslag 2^e kwartaal 2016

“If you even dream of beating me, you’d better wake up and apologize”

- Muhammad Ali (1942-2016) -



Resultaten per activa categorie

- Gedurende het tweede kwartaal herstelden de meeste beurzen van hun verliezen over het eerste kwartaal.
- Europa bleef vanwege de onzekerheid over een eventuele Brexit achter bij de rest van de wereld.
- Aandelen in Emerging Markets presteren als beste dit jaar.
- Wij zullen in dit kwartaalverslag ingaan op de primaire reden van deze 'outperformance.'
- Ook dit jaar verrassen de obligatiekoersen. Elk jaar denken we weer dat de rente nu echt niet meer verder kan dalen, om vervolgens weer met een nieuw laagterecord geconfronteerd te worden.
- Recentelijk daalde het rendement van een 10-jaars Duitse staatslening tot onder de nul.
- De Zwitserse rentecurve (tot 40 jaar) ligt zelfs in z'n geheel 'onder water.'
- Alternatieve beleggingen, zoals grondstoffen en Emerging Market Debt behoorden dit kwartaal tot de uitschieters naar boven.
- Het tweede kwartaal markeerde het begin van Draghi's opkoopprogramma voor bedrijfsobligaties.
- Dit heeft er tot nu toe in geresulteerd dat 16% van de bedrijfsobligaties in de Eurozone een negatief rendement hebben.
- ...En de oh zo benodigde inflatie..? Die is er niet.

Rendementen

Aandelen	2015	Q1 2016	Q2 2016
MSCI Wereld	8.8%	-4.4%	3.6%
MSCI Europa	5.5%	-7.7%	-1.8%
MSCI Noord-Amerika	8.7%	-3.7%	4.9%
MSCI Japan	19.3%	-11.0%	3.2%
MSCI Azië Pacific	-2.0%	-3.2%	2.1%
MSCI Emerging Markets	-7.5%	0.6%	2.4%
Obligaties			
Citigroup EuroBig Index	1.1%	3.0%	1.9%
Overheids obligaties	1.5%	3.2%	2.0%
Bedrijfs obligaties	-0.5%	2.6%	1.6%
Inflation-linked obligaties	3.4%	-0.3%	3.7%
Alternatieven			
Vastgoed (aandelen)	8.7%	-0.5%	5.7%
Grondstoffen	-25.2%	-6.9%	15.8%
Emerging Market Debt	9.7%	0.9%	8.9%
High Yield Debt	-1.2%	3.1%	4.8%
Liquiditeiten			
Euribor 3 maanden	-0.13%	-0.24%	-0.29%
Inflatie (op jaarbasis)			
Inflatie Eurozone	0.2%	0.0%	0.1%

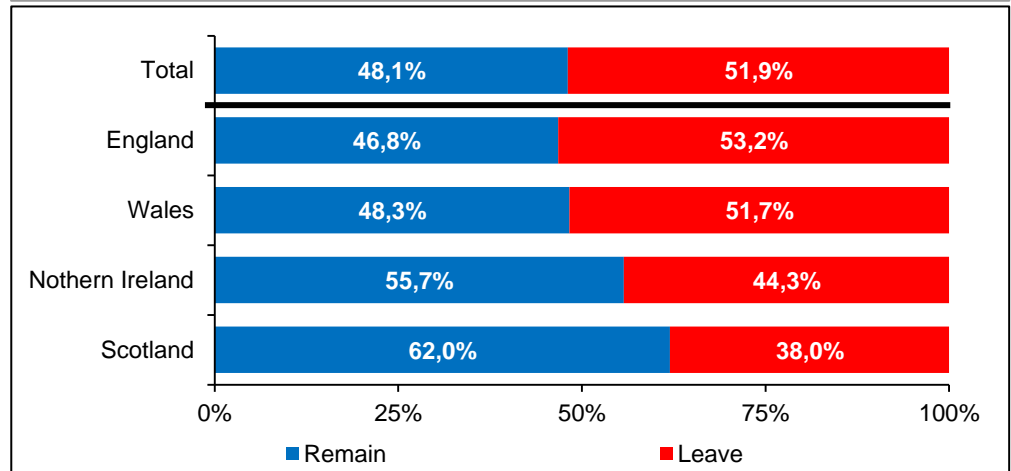


Brexit

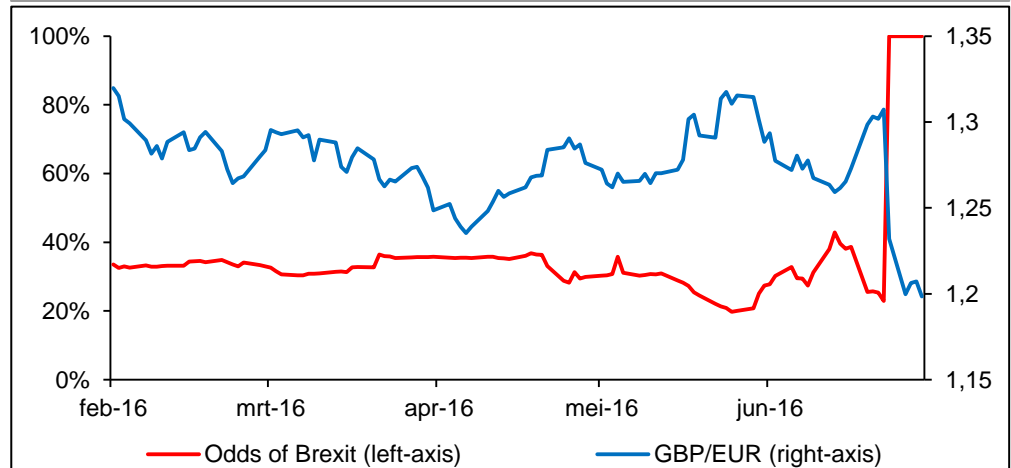
- Op 23 juni besloten de Britten om uit de EU te stappen. Circa 52% van de Britten stemde voor een Brexit. 48% wilde graag lid blijven van de EU.
- Het Verenigd Koninkrijk (VK) is daarnaast verdeeld achter gebleven. Wales en Engeland stemden voor een Brexit en Schotland en Noord-Ierland stemden tegen.
- Opmerkelijk was dat de jeugd (18-24 jaar) lid wilde blijven van de EU. (64% stemde voor 'remain'). Echter, slechts 36% van deze leeftijdsgroep nam de moeite om te stemmen. Zij beklagt zich nu wel over de oudere kiezers die in grote getalen voor een Brexit stemden.

- Op 16 juni, de dag van de moord op de Britse politica Jo Cox, schatten de bookmakers de kans op een Brexit op slechts 38%. Vervolgens duikelde de kans op een Brexit naar een percentage van slechts 23% op de dag van het referendum zelf.
- Bookmakers zijn doorgaans betrouwbaar omdat mensen die geld inzetten op een uitkomst doorgaans ook doen waar ze zelf op inzetten.
- Het Britse Pond volgde de omgekeerde weg. Op 16 juni was de Pond €1,2653 waard. Op de dag van het referendum was de Pond gestegen naar €1,3072. De uiteindelijke stem vóór een Brexit kwam dan ook als een grote verrassing. De volgende dag daalde de pond met 6% naar een niveau van €1.232.

De resultaten van het Britse EU-referendum



Brexit was onverwacht





Brexit

- Dat de Europese elite moeite heeft met een democratisch besluit als een Brexit, wordt in enkele gevallen op pijnlijke wijze duidelijk.
- Leest u de uitspraak van de Duitse voorzitter van het Europese Parlement nog eens aandachtig door. Drinkt er gerust een kopje koffie bij, terwijl u de betekenis ervan langzaam tot u door laat dringen.
- Ook de Duitse voorman van de SPD, Sigmar Gabriel, doet een duit in het zakje. Hij wil dat alle jonge Britten zonder problemen het staatsburgerschap van andere EU landen zouden moeten kunnen aannemen, omdat:
“Sie wussten besser als die Snobs der Britischen Elite dass es um ihren Zukunft ging.”

- De rentes in de Eurozone en het VK daalden, als gevolg van de Brexit, snel. Op het eerste gezicht lijken er geen winnaars...
- Duitsland verkocht vorig jaar voor €89 miljard aan goederen en diensten aan het VK, terwijl het VK slechts voor €38 miljard aan Duitsland verkocht. Dus een Brexit kan slecht uitpakken voor de Duitse werkgelegenheid.
- Ook het VK blijft niet onbeschadigd. Maar liefst 47% van de export gaat naar de EU. Dit is 13% van het Britse BNP.
- De president van de Bank of England, Mark Carney, staat dan ook klaar met noodpakket van £250 miljard om de monetaire en financiële stabiliteit te waarborgen.

De Europese elite heeft het moeilijk met democratie

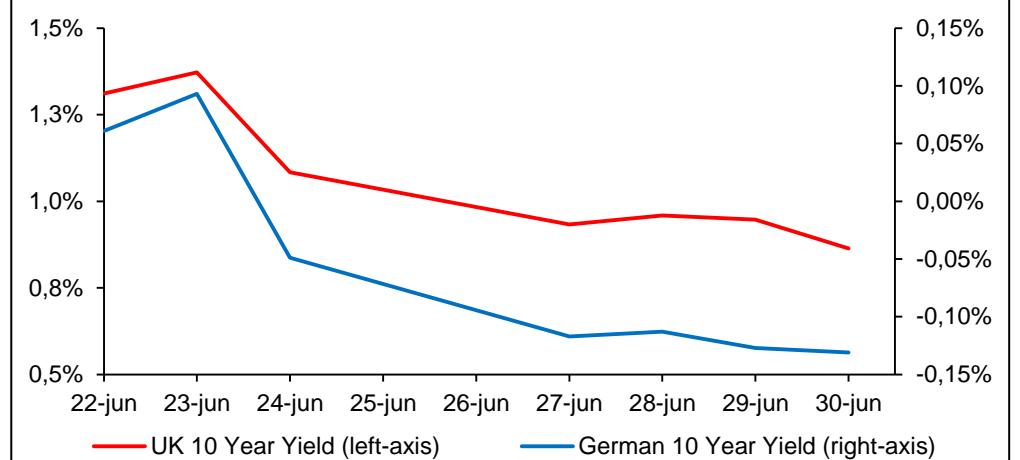
'The British have violated the rules. It is not the EU philosophy that the crowd can decide its fate'

**Martin Schulz,
President of the EU Parliament**

27th June, 2016



Lange rentes onderuit



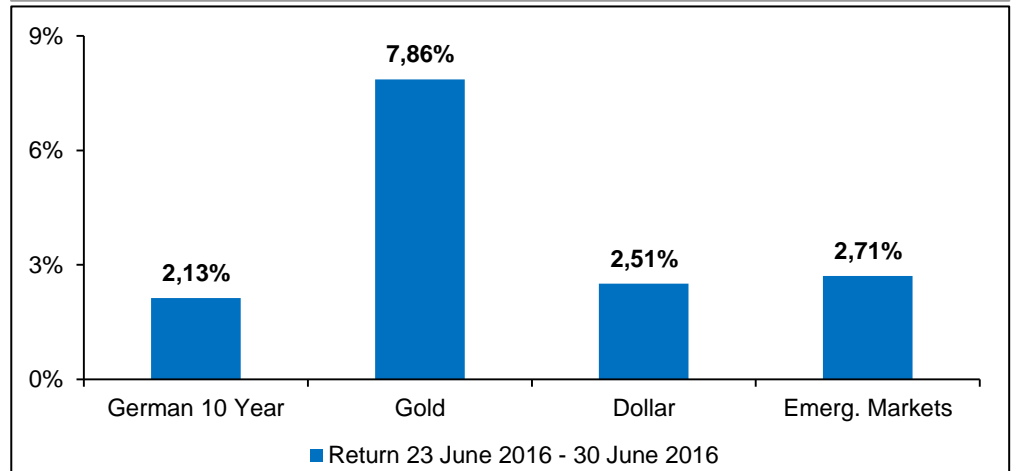


Brexit

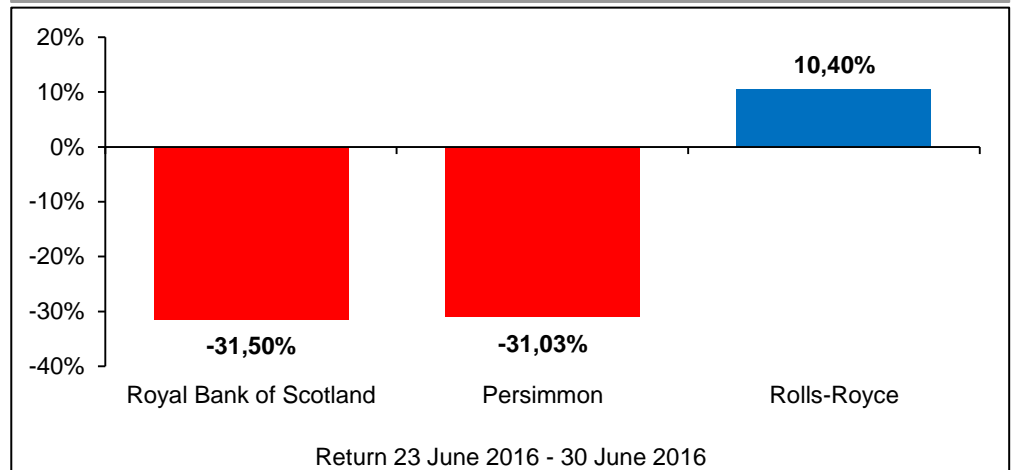
- De Brexit had, zoals verwacht, een positief effect op de koersen van de 'crises' beleggingscategorieën: goud, de US dollar en lange staatsleningen.
- Goud steeg fors in waarde, ondanks het feit dat het dit jaar al behoorlijk was opgelopen.
- Goud is geen hedge tegen inflatie, maar juist een hedge tegen lage en zelfs negatieve reële rentes.
- Emerging Markets waren als veilige haven een vreemde eend in de bijt. Het begint er steeds meer op te lijken dat slecht nieuws geen vat meer heeft op de koersen van aandelen uit de Emerging Markets.

- De Brexit was verantwoordelijk voor enorme koersbewegingen op de Britse beurs.
- Tot de sectoren die op de beurs het hardst werden geraakt, behoorden onder meer de onroerendgoedsector en de financiële dienstverlening.
- De onroerendgoedsector werd uiteraard hard getroffen door de angst voor een vlucht van buitenlanders en een economische recessie. De Britse bouwonderneming Persimmon is hiervan een voorbeeld.
- Daarnaast hadden Britse banken het zwaar te verduren vanwege een verslechtering van hun balansen die een eventuele recessie zou de kunnen veroorzaken. Vliegtuigmotorenbouwer Rolls Royce spint daarentegen garen bij het goedkopere Pond.

Veilige havens



Winnaar en verliezers





Europese financiële instellingen in zwaar weer

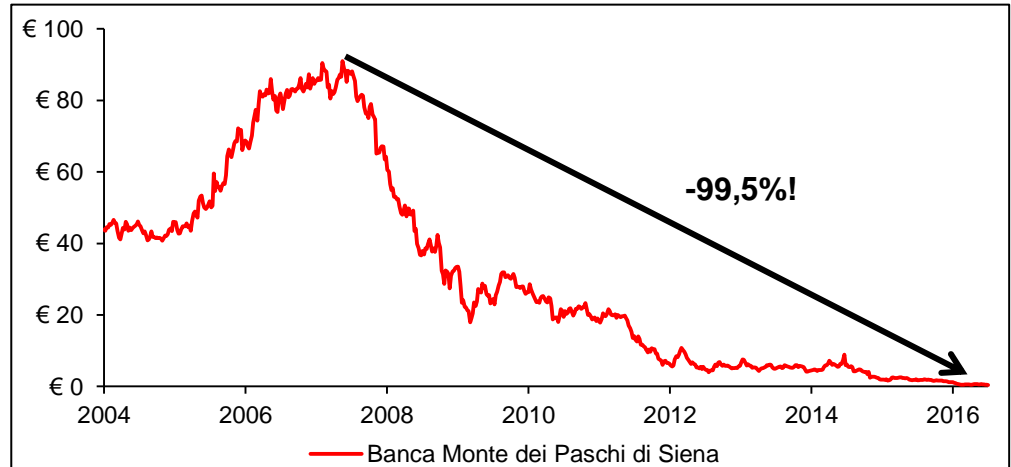
- Het huidige Europese monetaire beleid van negatieve rentes is slecht voor de winstgevendheid van Europese banken. Ook de strengere regelgeving en de enorme hoeveelheid 'slechte' leningen zorgen ervoor dat banken het zwaar hebben. De grafiek laat zien dat de aandelen van Europese banken al geruime tijd zeer slecht presteren.
- De Italiaanse banken hebben het momenteel het zwaarst. Zij kampen met een enorme berg van €360 miljard aan slechte leningen (18% van hun totale kredietportefeuille).
- Recentelijk is het privaat opgerichte noodfonds van €40 miljard al "opgeemaakt" aan de redding van Veneto Banca, een relatief kleine bank.

- Er zijn momenteel nog geen nieuwe investeerders gevonden die bereid zijn hun kapitaal te verschaffen aan de Italiaanse banken.
- Italië onderhandelt nu over een controversieel plan om de banken te herkapitaliseren met staatssteun. Het land wil hiermee voorkomen dat cliënten en obligatiehouders moeten meebetalen aan het redden van de banken.
- Bondskanselier Merkel heeft al gezegd dat de EU geen bailout toestaat, waarop minister-president Renzi op zijn beurt aangaf dat hij niet de les gelezen wil worden door "the school teacher".
- De politieke toekomst van Renzi en zijn hervormingsplan hangen af van succesvolle onderhandelingsresultaten.

Europese banken presteren al sinds 2010 dramatisch



Italiaanse banken worden hard getroffen



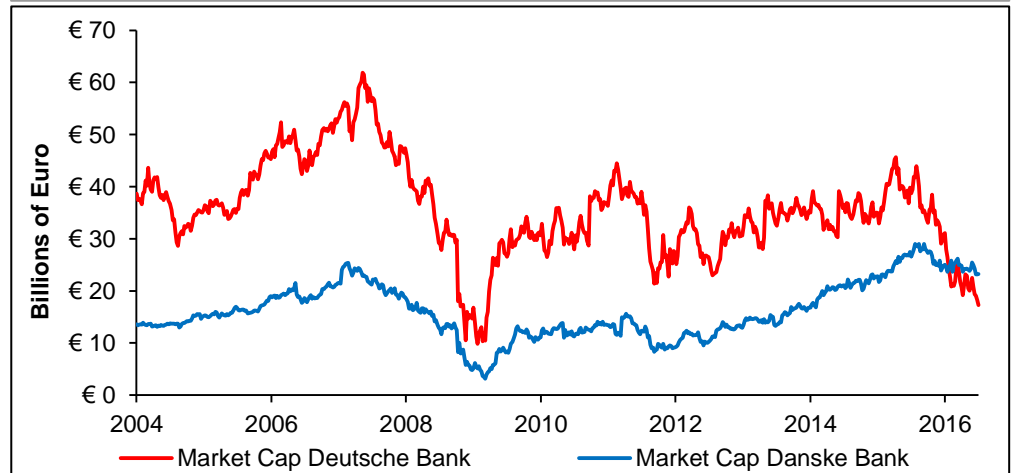


Deutsche Bank als systeemrisico?

- In een recente persconferentie ageerde Renzi ook nog eens fel tegen het Duitse bankensysteem:
- “If this non-performing loan problem (lees: bij Italiaanse banken) is worth one, the question of derivatives at other banks (lees bij Deutsche Bank), at big banks, is worth one hundred. This is the ratio: one to one hundred.”
- Renzi heeft een punt, de derivatenpositie op de balans van Deutsche Bank bedraagt ruim €50 biljoen. De slechte leningen op de balansen van de Italiaanse banken tellen ‘slechts’ op tot €360 miljard.
- Inmiddels is de bank minder waard dan Danske Bank.

- Deutsche Bank is een probleem. Recentelijk faalde Deutsche Bank voor de tweede keer op rij voor de stresstest van de Federal Reserve.
- De koers van Deutsche Bank staat inmiddels op het laagste punt ooit, onder het niveau van de financiële crisis in 2008.
- ‘s Werelds belangrijkste systeembank handelt op een koers-boek waarde van slechts 0,25. De markt suggereert dus dat Deutsche Bank 75% minder waard is dan de gerapporteerde balanswaarde.
- Waarom?
- Is de gigantische derivatenpositie (60% van de balans) overgewaardeerd? Of hebben zij teveel slechte leningen?

Danske Bank meer waard dan Deutsche Bank



Deutsche Bank op een 'all-time low'



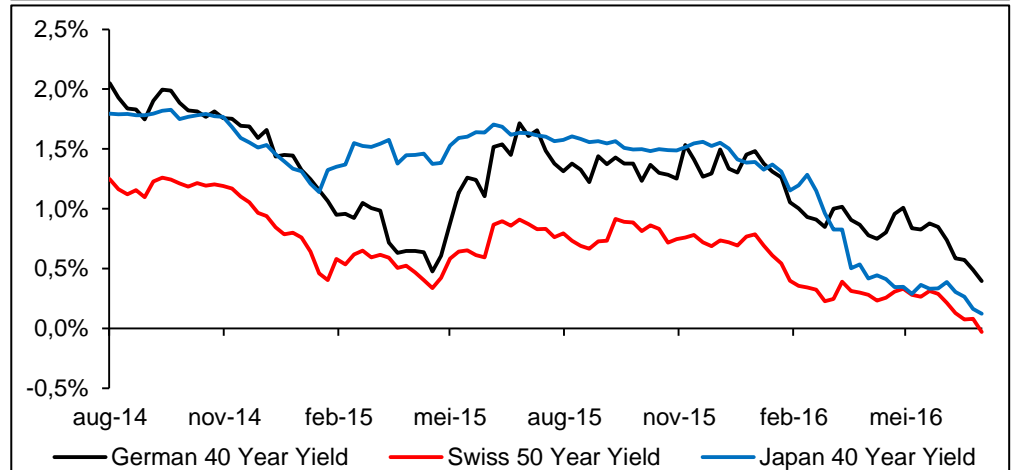


“You can avoid reality, but you cannot avoid the consequences of avoiding reality.” - Ayn Rand -

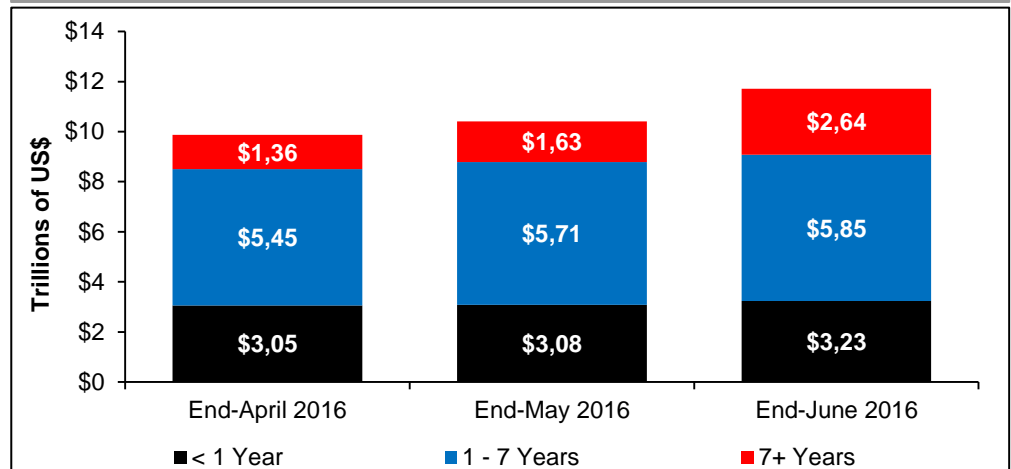
- Zorgen over de Europese economische groei werden in juni verder aangewakkerd door de Brexit. Dit zorgde voor een hernieuwde interesse in veilige staatsobligaties. Als gevolg hiervan daalden met name de lange rentes tot, hiervoor onmogelijk gehouden, nieuwe laagterecords.
- Op 29 juni 2016 werd de volledige Zwitserse rentecurve voor het eerst negatief. De langstlopende Zwitserse obligatie, met een looptijd tot 2064 (dus 48 jaar), werd verhandeld op -0.0082%.
- De langstlopende Japanse obligatie, met een looptijd tot 2056, werd verhandeld op 0,06% en de langstlopende Duitse obligatie, met een looptijd tot 2046, op 0,42%.

- Volgens het ratingbureau Fitch heeft op dit moment \$11,7 biljoen van de circa \$42 biljoen wereldwijd uitstaande obligaties een negatief rendement.
- Japanse staatsobligaties zijn verantwoordelijk voor ongeveer 60% van de negatieve schuld en Duitsland en Frankrijk zijn beide goed voor meer dan US\$ 1 biljoen aan negatieve schuld.
- De stijgende hoeveelheid negatief renderende schuld zorgt voor een steeds lastiger klimaat voor obligatie-investeerders, zoals pensioenfondsen en verzekeraars, die hun langlopende verplichtingen steeds vaker moeten matchen met verliesgevende posities.

48 jaar lang een negatief rendement



Negatief rendement op basis van looptijd





Mean reversion: Emerging Markets en grondstoffen

- Mean reversion is de theorie dat rendementen zich op den duur zullen bewegen naar het gemiddelde. Een beursindex die 3 jaar lang met 20% stijgt, dient het vierde jaar met ruim 18% te dalen om op z'n lange termijn gemiddelde van 9% uit te komen. Dit werkt uiteraard ook andersom.
- Bijgaande tabel is afkomstig uit het boek 'The Ivy Portfolio' van Mebane Faber. De tabel toont het gemiddelde rendement van het jaar nadat beleggers twee of drie jaar achtereen geld hebben verloren in een bepaalde beleggingscategorie.
- Een bruikbare analogie is die van een strak gespannen elastiekje. Hoe verder je het elastiekje uittrekt, hoe sneller het terugschiet naar z'n natuurlijke positie.

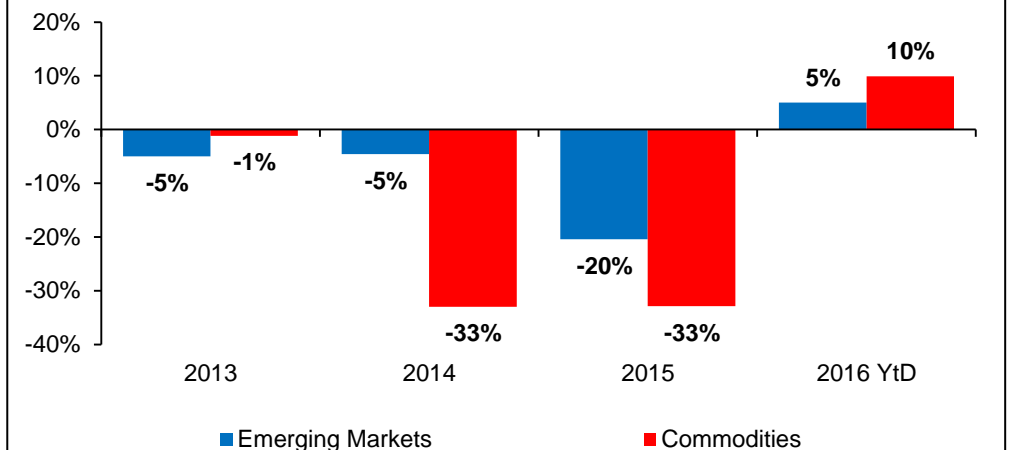
- Emerging Markets en grondstoffen hebben in 2015 beiden een periode van drie negatieve jaren afgesloten.
- Een periode, waarin een beleggingscategorie drie jaar achtereen een negatief rendement behaalt, is een zeldzaamheid.
- Meestal wordt zo'n periode, zoals bovenstaande tabel laat zien, gevolgd door een jaar met een hoog rendement.
- De stijgingen in de koersen van grondstoffen en aandelen van Emerging Markets geven aan dat slecht nieuws geen vat meer schijnt te hebben op deze beleggingscategorieën.
- Het negatieve sentiment lijkt te ver te zijn doorgeslagen.

Koersdalingen bieden mogelijkheden

Mean reversion binnen beleggingscategorieën (1975-2007)

	Alle jaren	Na twee jaren negatief rendement	Na drie jaren negatief rendement
Gemiddelde	12.97%	23.19%	33.93%
Mediaan	12.18%	28.68%	33.93%

Drie op een rij





Mean reversion: Eurozone versus de VS

- Bijgaande grafiek geeft de ratio aan van Amerikaanse aandelen versus Eurozone aandelen aan.
- Een stijgende trend betekent dat Amerikaanse aandelen beter presteren dan aandelen uit de Eurozone en vice versa.
- Normaal gesproken worden periodes met een betere rendement van de een na geruime tijd afgewisseld door periodes met een beter rendement van de ander.
- Sinds 2009 hebben Amerikaanse aandelen die van de Eurozone met een historisch groot verschil verslagen. Met een goede reden? Misschien wel. Maar er komt ook weer een tegengestelde beweging.

- Bijgaande tabel toont een overzicht van een aantal ratio's dat het verschil in waardering aangeeft tussen de beurzen van de VS en die van de Eurozone.
- De koers/winstverhouding op basis van de afgelopen 10 jaar (CAPE), de koers/cashflowverhouding, de koers/boekwaardeverhouding en de koers/omzetverhouding zijn in de VS 70% tot 180% hoger dan in de Eurozone.
- Bovendien is het dividendrendement in de VS 40% lager dan in de Eurozone.
- De rationele aandelenbelegger doet er dus goed aan om aandelen uit de Eurozone te overwegen ten koste van Amerikaanse aandelen vóódat het elastiekje losschiet.

Dit elastiekje is wel heel erg strak gespannen



Eurozone ondergewaardeerd

Valuations (as of 30 June)	S&P 500	Euro Stoxx 50	S&P 500 Premium/Discount
CAPE Ratio	24.1	14.2	70%
P/CF Ratio	11.2	4.0	180%
P/B Ratio	2.8	1.3	115%
P/Sales Ratio	1.9	0.9	111%
Dividend Yield	2.2%	3.7%	-40%

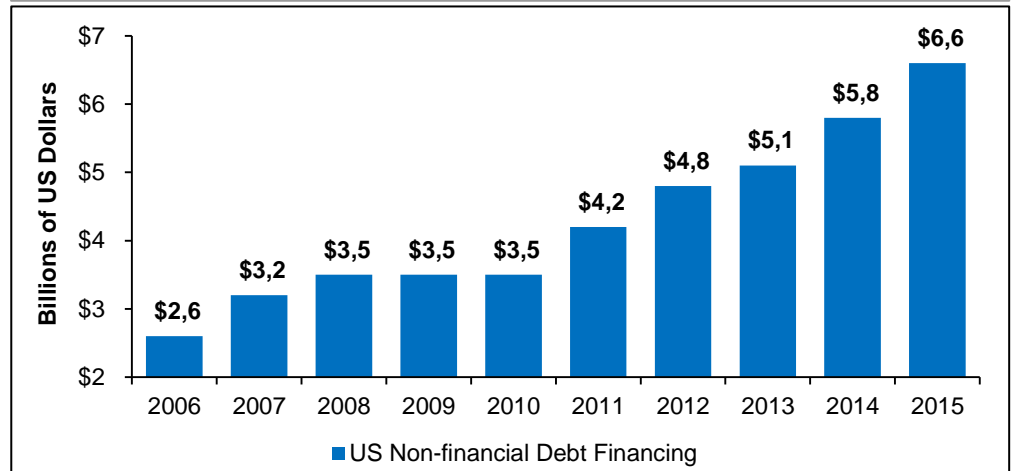


Schuldfinanciering, Buybacks en M&A

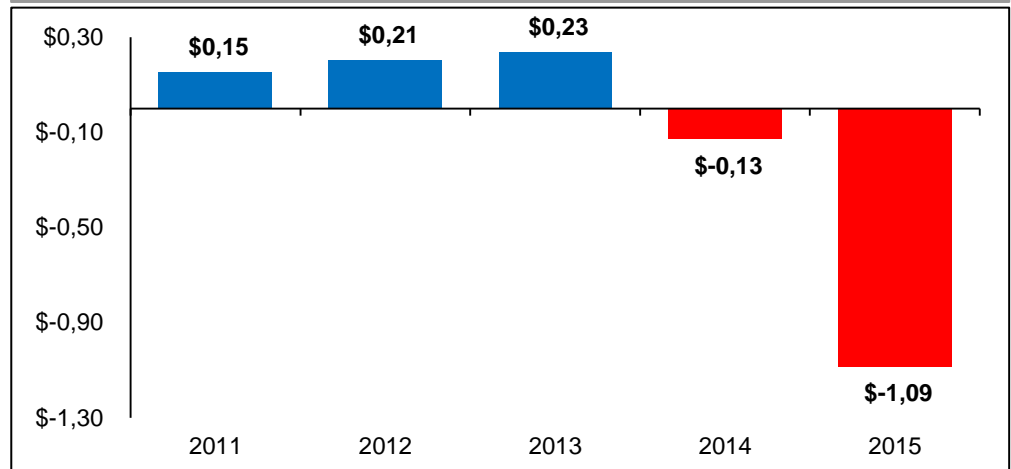
- De extreem lage rente van de laatste jaren heeft ervoor gezorgd dat het bedrijfsleven zeer goedkoop heeft kunnen lenen.
- Als gevolg hiervan is de 'opportunity cost' voor het bedrijfsleven fors gedaald.
- Met andere woorden, de lage rentes leiden tot een misallocatie van kapitaal. Nergens is dit beter te aanschouwen dan in de VS.
- De lage rente motiveert bedrijven niet om te investeren. Investerings zijn riskant. Bedrijven lenen liever geld om te investeren in bestaande capaciteit. In de praktijk betekent dit dat zij of de eigen aandelen inkopen of overnames doen.

- Ruwweg 80% van de groei van de bedrijfsschulden in de VS wordt besteed aan het inkopen van de eigen aandelen! Dit zorgt voor een sterkere stijging van de winst-per-aandeel. De winst van het bedrijf hoeft immers door minder uitstaande aandelen te worden gedeeld.
- De salarissen van de top van het bedrijfsleven zijn vaak nauw verbonden met een stijging van de winst-per-aandeel.
- Daarnaast leent het bedrijfsleven om overnames te kunnen financieren. De overname van LinkedIn door Microsoft is hiervan een voorbeeld.
- Microsoft investeerde \$26 miljard in het overgewaardeerde en verliesgevende LinkedIn.

Schulden bedrijfsleven in de VS lopen op



Winst per aandeel LinkedIn



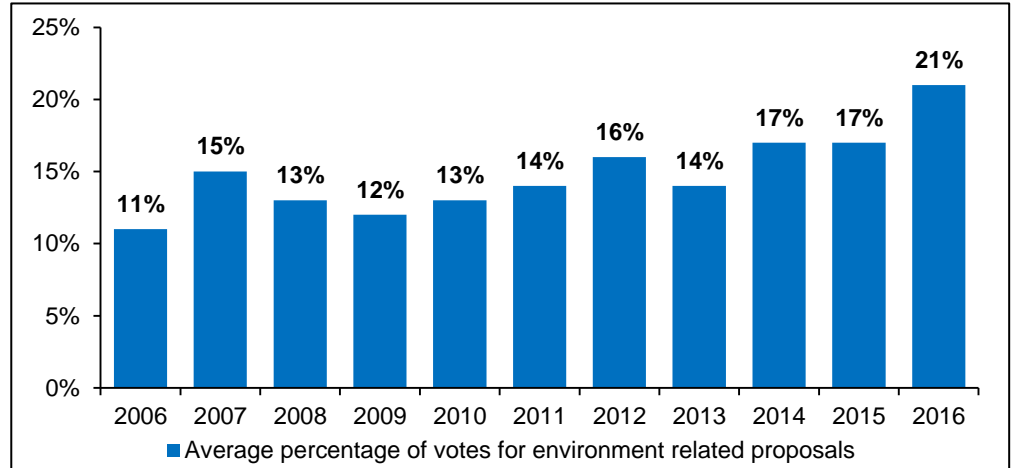


Duurzaam

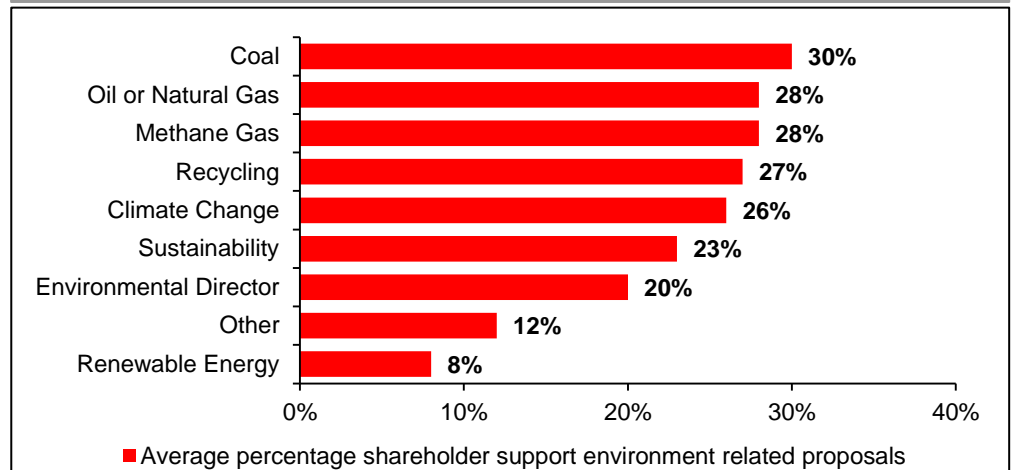
- De Amerikaanse database Proxy Monitor houdt bij hoe aandeelhouders stemmen op Algemene Vergaderingen voor Aandeelhouders (AVA's).
- Sinds de start van de database kwam het nog nooit voor dat een duurzaam voorstel van aandeelhouders werd aangenomen als het bestuur van de onderneming tegenstander was.
- Echter, de afgelopen jaren is er een stijgende lijn te zien in het percentage aandeelhouders dat zich uitspreekt voor duurzame voorstellen op AVA's. In het eerste deel van 2016 was het gemiddelde percentage voorstemmers bij duurzame voorstellen 21%. Tien jaar geleden was dit nog slechts 11%.

- De voorstellen, die over duurzaamheid bij steenkoolproductie gaan, kunnen op de meeste aandeelhouderssympathie rekenen. Gemiddeld stemt een derde van de aandeelhouders voor meer duurzaamheid in deze sector.
- Ook in de olie- en gasindustrie kiezen Amerikaanse aandeelhouders voor meer duurzaamheid.
- De onrust bij Exxon Mobile, waar wij in het vorige kwartaalverslag over schreven, is hier een goed voorbeeld van.
- Duurzame energie is echter minder van belang voor aandeelhouders. Voorstellen die over duurzame energie gaan, kunnen gemiddeld op maar 8% van de stemmen rekenen.

Duurzame voorstellen steeds populairder bij AVA's



Steenkool en olie en gas zijn belangrijke onderwerpen



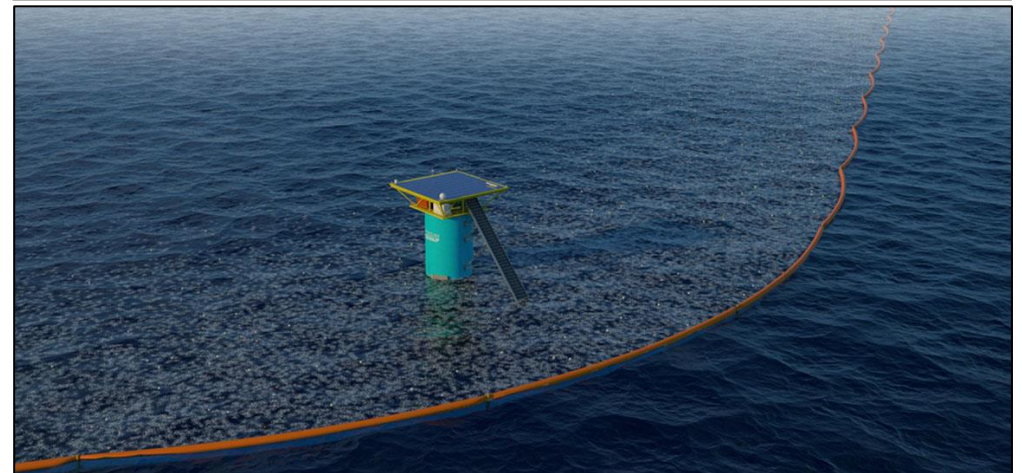


Duurzaam

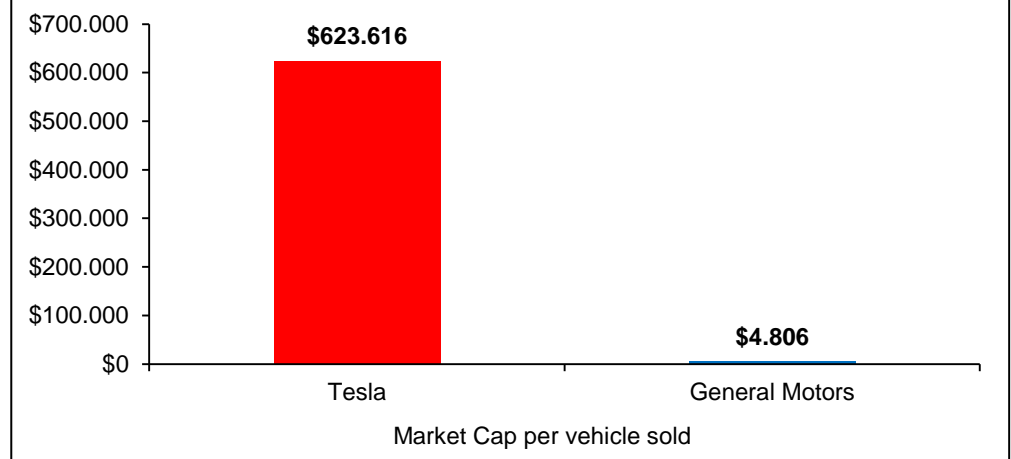
- Onlangs werd €1,5 miljoen in de Stichting Ocean Cleanup geïnvesteerd. Hiermee wordt een prototype van dit groot plastic-verzamelsysteem gebouwd.
- De Stichting is in 2013 opgericht door de Delftse Luchtvaart- en Ruimtevaarttechniekstudent Boyan Slat met als doel om met geavanceerde technologieën de oceanen plasticvrij te maken.
- Het systeem, dat functioneert als een grote stofzuiger met een spanwijdte van 100 meter, maakt gebruik van kennis over ringvormige zeestromingen (gyres genaamd) om zo op strategische plekken in zee plastic te verzamelen. De verzamelde plastic wordt vervolgens met behulp van een tanker opgehaald.

- Ook Tesla is in haar missie bezig met verduurzaming. Door de traditionele verbrandingsmotor te vervangen door efficiëntere elektromotoren, is de autofabrikant een mooie voorbeeld van duurzaam ondernemerschap.
- Maar is een duurzaam bedrijf per definitie een goede investering?
- Nee. Ook nu is een waardering belangrijk.
- De huidige beurskoers impliceert dat de beleggers Tesla een waardering toekennen van ruim \$600.000 per verkochte auto. Vergelijk dat cijfer maar eens met de beurswaarde per verkochte auto van General Motors. Tesla is overgewaardeerd, verliest geld en verwatert haar bestaande aandeelhouders continu.

Plastic stofzuiger op zee



Like the product, hate the stock!





Positionering

Aandelen	Onderwogen	<ul style="list-style-type: none">▪ Wij sluiten het kwartaal af met een onderwogen positie in aandelen. Echter, wij staan op het punt de aandelenpositie terug te brengen naar neutraal. Een omslag in de wereldwijde economische trend is hiervoor verantwoordelijk.▪ Onze focus is momenteel op aandelen van kwalitatief goede ondernemingen met een aantrekkelijk dividendrendement. Wij zijn bovendien overwogen in aandelen van Emerging Markets.▪ Wij zijn onderwogen in Amerikaanse aandelen.
Obligaties	Onderwogen	<ul style="list-style-type: none">▪ Wij sluiten het tweede kwartaal af met een onderwogen positie in kwalitatief goede Euro obligaties.▪ Onze overwegingen zijn in inflation-linked obligaties en staatsleningen van de landen in de periferie van de Eurozone.▪ Wij verwachten de positie in inflation-linked obligaties in de toekomst verder op te voeren.▪ Wij hebben, dankzij langere looptijden, kunnen profiteren van de verdere daling van de rente.
Alternatieven	Overwogen	<ul style="list-style-type: none">▪ Wij zijn overwogen in alternatieven▪ Eén deel van deze allocatie is belegd in goud. Goud is geen hedge tegen inflatie. Dit is een misverstand dat is ontstaan in het begin van de jaren tachtig. Goud is een hedge tegen zeer lage tot negatieve reële rentes. Zowel in het begin van de tachtiger jaren als nu zijn de reële rentes negatief. Een ander deel van deze allocatie is belegd in lange Amerikaanse staatsleningen. Deels is deze positie te verklaren door het feit dat wij op portefeuilleniveau niet onderwogen willen zijn in de US Dollar. Bovendien is de rente hoger dan in de Eurozone.



Investment Team



Hans Betlem

Chief Investment Officer

hans.betlem@ibscanl
+31 6 218 88 344



Frank Bijleveld

Senior Portfolio Manager

frank.bijleveld@ibscanl
+31 6 510 85 204



Koen Ronda

Portfolio Manager

koen.ronda@ibscanl
+31 6 237 58 580



Ronald Bomkamp

Operational Portfolio Manager

ronald.bomkamp@ibscanl
+31 6 146 90 089



Michael Hiltrop

Investment Analyst

michael.hiltrop@ibscanl
+31 6 505 92 923



Martijn Kleinbussink

Investment Analyst

martijn.kleinbussink@ibscanl
+31 6 513 15 156

De Cuserstraat 87
1081 CN Amsterdam
+ 31 20 51 41 780
info@ibscm.nl
www.ibscm.nl

18-20, Rue Edward Steichen
L-2540 Luxembourg
+ 35 22 786 0684
info@ibscm.lu
www.ibscm.lu



IBS
capital
allies

Deze presentatie is exclusief vervaardigd ten behoeve van en voor intern gebruik door de ontvanger en niets uit deze presentatie mag openbaar worden gemaakt of bekendgemaakt aan een ander dan de ontvanger. Noch deze presentatie, noch enig gedeelte uit deze presentatie mag worden gebruikt voor enig ander doel dan waarvoor deze presentatie is opgesteld zonder voorafgaande schriftelijke toestemming van IBS. De informatie in deze presentatie geeft de heersende huidige markt weer en onze visie daarop, welke aan verandering onderhevig kunnen zijn. De in dit document opgenomen informatie is samengesteld uit bronnen die als betrouwbaar gelden zonder dat naar de juistheid van die informatie nader onderzoek is gedaan. Geen uitdrukkelijke of impliciete waarborgen of garanties worden gegeven met betrekking tot de juistheid of volledigheid van deze presentatie of de inhoud daarvan. Tevens zal noch deze presentatie noch iets in de presentatie enige verplichting scheppen voor IBS of de basis van enige overeenkomst zijn met IBS of beogen te zijn. De presentatie is geen (beleggings)advies en is ook geen aanbod of uitnodiging tot het doen van effectentransacties.