



IBS
capital
allies



Kwartaalverslag 3^e kwartaal 2016

“If God wanted us to vote, He would have given us candidates”

- Jay Leno -



Resultaten per activa categorie

- De gevolgen voor de financiële markten, op het Britse Pond na, van de Brexit bleken enorm mee te vallen. Het risico is dat de markten een voorbarige conclusie hebben getrokken. De onderhandelingen over een Brexit moeten immers nog beginnen.
- De opluchting kwam tot uiting in een forse stijging van de aandelenkoersen gedurende het derde kwartaal.
- De wereldaandelenindex kwam hierdoor voor het eerst dit jaar in de zwarte cijfers terecht.
- Emerging Markets en Azië presteerden tot nu toe het best. Europa is de slechtst presterende regio. Met dank aan de bankaandelen.
- Ook dit kwartaal daalde de rente onder invloed van het monetaire beleid en de teleurstellende groei van de economie. Nu kan de rente echt niet verder omlaag, toch?
- Alternatieve beleggingscategorieën lieten dit kwartaal een gemengd beeld zien. Vastgoed en grondstoffen waren in de min, terwijl high yield en Emerging Market Debt positief waren. Elk van de subcategorieën is dit jaar positief.

Rendementen

Aandelen	2015	H1 2016	Q3 2016
MSCI Wereld	8.8%	-1.0%	4.1%
MSCI Europa	8.7%	-6.9%	4.2%
MSCI Noord-Amerika	11.0%	2.2%	2.7%
MSCI Japan	21.8%	-7.0%	7.6%
MSCI Azië Pacific	1.2%	0.4%	8.3%
MSCI Emerging Markets	-5.0%	4.4%	7.6%
Obligaties			
Citigroup EuroBig Index	1.1%	4.9%	0.9%
Overheids obligaties	1.5%	5.3%	0.8%
Bedrijfs obligaties	-0.5%	4.3%	1.8%
Inflation-linked obligaties	3.4%	3.3%	4.0%
Alternatieven			
Vastgoed (aandelen)	12.5%	7.0%	-0.5%
Grondstoffen	-25.2%	7.8%	-5.5%
Emerging Market Debt	9.7%	9.9%	1.8%
High Yield Debt	-1.2%	8.0%	4.9%
Liquiditeiten			
Euribor 3 maanden	-0.13%	-0.29%	-0.30%
Inflatie (op jaarbasis)			
Inflatie Eurozone	0.2%	0.1%	0.4%

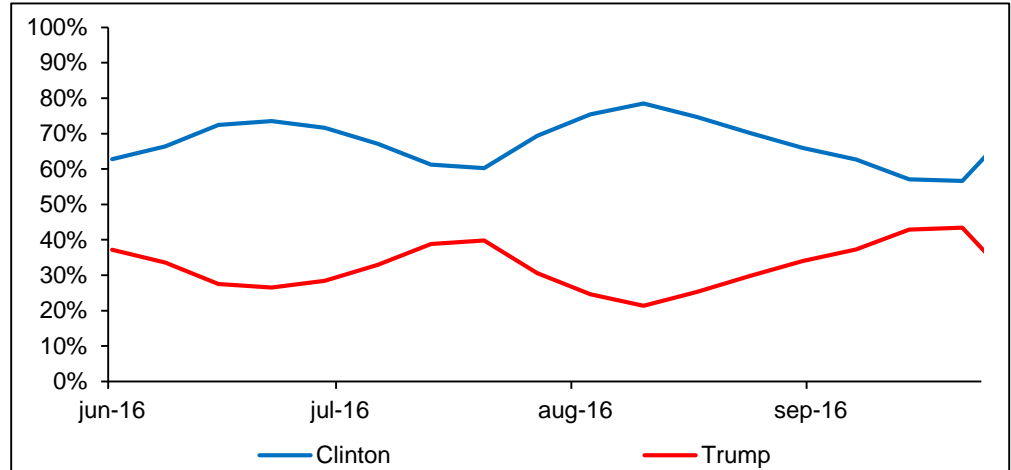


De Amerikaanse presidentsverkiezingen

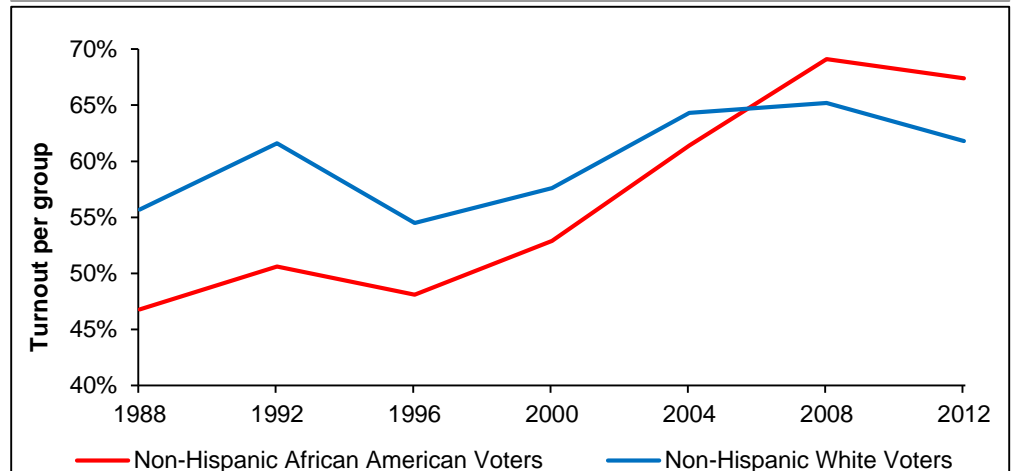
- De Amerikaanse presidentsverkiezingen worden in november uitgevochten door de twee slechtste en impopulairste kandidaten ooit.
- Dat Trump bij slechts 40% van de kiesgerechtigde Amerikanen een positieve indruk heeft achtergelaten, zal niemand bevreemden.
- Maar dat Hillary met 41% net zo impopulair is, maakt deze verkiezingen uniek in de historie.
- Opmerkelijk is dat Clinton slechts bij 45% van de kiesgerechtigde vrouwen en bij 55% van de kiesgerechtigde Latino's populair blijkt te zijn.

- Gaat Trump voor een verrassing zorgen?
- Het antwoord op twee vragen is hierbij van belang.
- Komen de minderheden (Afro-Amerikanen) en jongeren net als in 2008 en 2012 weer zo massaal stemmen? In tegenstelling tot Obama is Hillary niet cool, opwindend en inspirerend.
- In 2008 en 2012 was de opkomst van de Afro-Amerikaanse stemgerechtigden hoger dan die van de blanke stemgerechtigden. In 2016 weer..?
- En wat zal het effect zijn van kiezers die in een peiling niet durven toe te geven dat ze op Trump willen stemmen, maar dat in de privacy van het stemhokje wel doen..?

Hillary verliest momentum in de peilingen



Komen de Afro Amerikanen nu weer massaal?



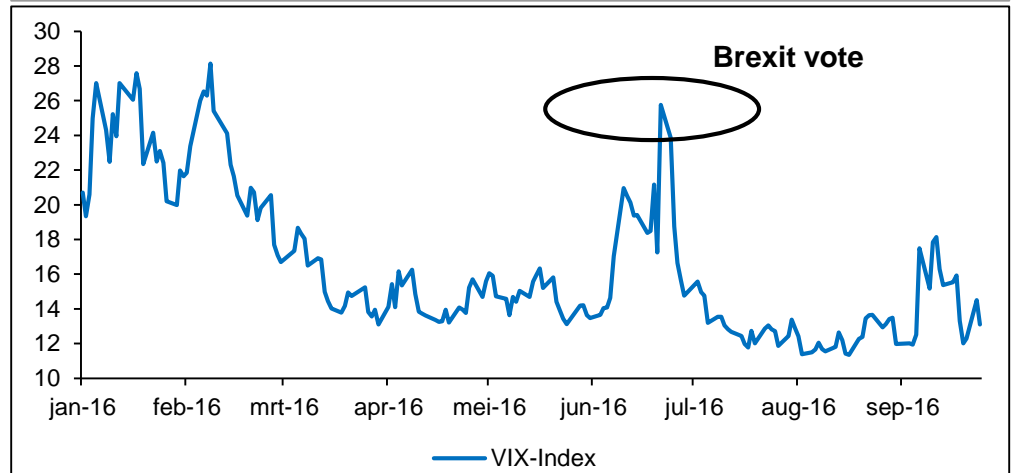


De Amerikaanse presidentsverkiezingen

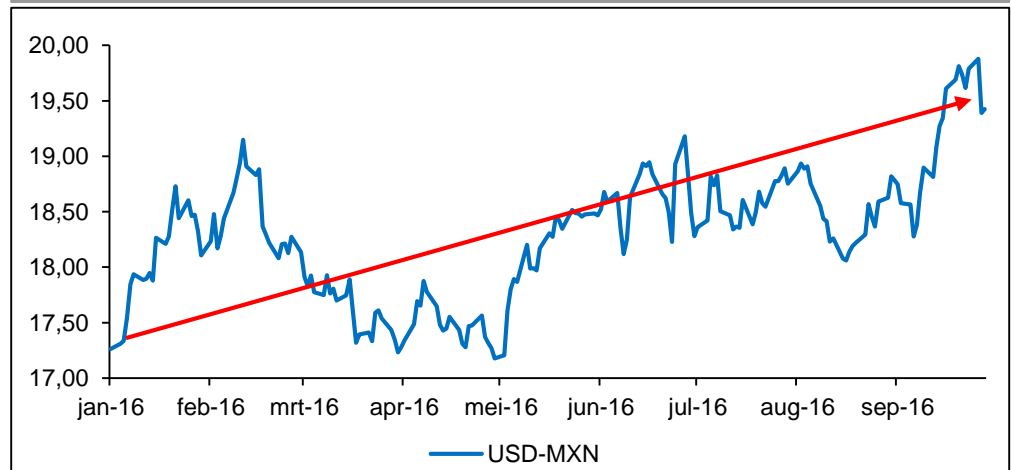
- De VIX Index, oftewel de 'fear index', is een maatstaf die de verwachting van de markt weergeeft met betrekking tot de verwachte volatiliteit voor de komende 30 dagen op de beurs. De huidige stand van deze index is historisch zeer laag en impliceert dat beleggers geen enkel wolkje aan de hemel zien.
- Beleggers gaan ervan uit dat een overwinning van Hillary 'business as usual' zal betekenen. Een Trump overwinning zou eventueel de weg vrij kunnen maken naar meer fiscale stimulus. Monetaire experimenten zouden dan plaats maken voor meer overheidsuitgaven ten behoeve van de zorg, onderwijs en infrastructuur. Bovendien zullen kiezers wellicht redeneren: 'Brexit was uiteindelijk geen ramp, dus waarom zou een Trump overwinning dat wel zijn?' Men vergeet dan voor het gemak dat de onderhandelingen over een Brexit nog moeten beginnen.

- De Mexicaanse peso is misschien wel één van de beste barometers voor wat betreft de kans van Trump om de verkiezingen te winnen.
- Hij heeft zich herhaaldelijk uitgelaten over het bouwen van een muur om de illegale immigratie tegen te gaan en over het terughalen van banen uit China, Canada en ...Mexico. Sinds januari is de US dollar fors gestegen ten opzichte van de peso.
- De wereldwijde politieke infrastructuur die na de Tweede Wereldoorlog is opgebouwd, staat tevens op het spel. Het is goed mogelijk dat één of meerdere organisaties zoals de WHO, de VN, het IMF, de Wereldbank of de NAVO het loodje gaan leggen, althans in hun huidige vorm, wanneer Donald Trump tot president wordt gekozen.

All quiet on the western front



De Mexicaanse peso en de kans op 'de muur'



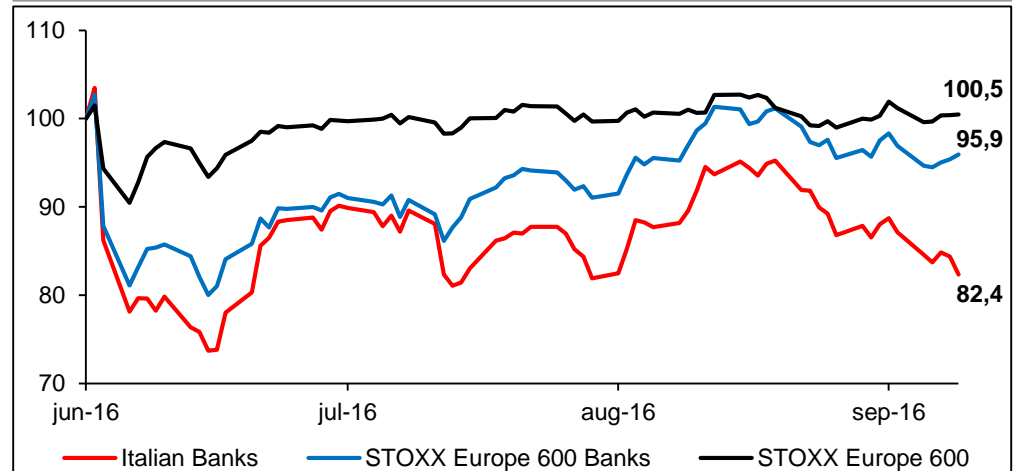


Italiaanse banken en de Derde Wereldoorlog

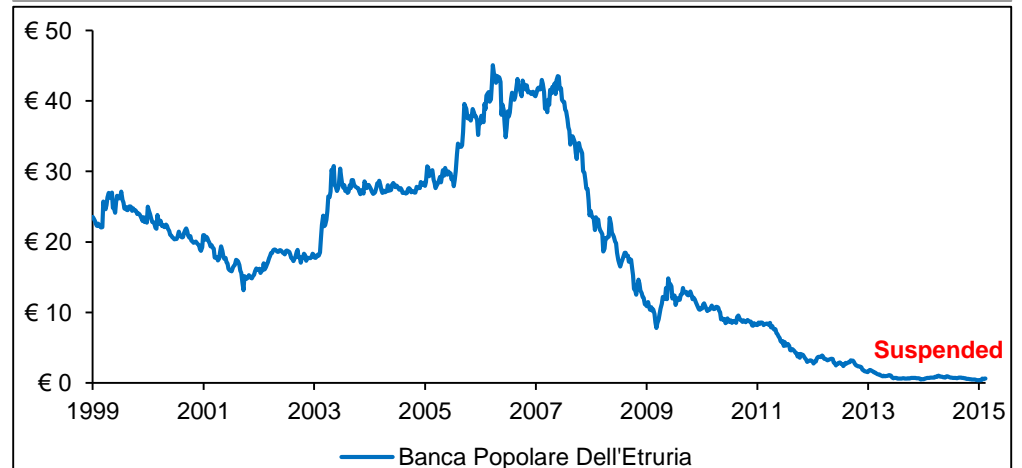
- De Italiaanse banken (600 stuks) zitten fors in de problemen. De 'non-performing loans' op de bankbalansen bedragen maar liefst € 360 miljard, 18% van de totale kredietportefeuilles. De regels van de Eurozone verbieden het om banken staatssteun te verlenen totdat 8% van de passiva onderworpen zijn aan een bail-in.
- Dit betekent dus niet alleen dat alle aandeelhouders hun geld kwijt zouden zijn, maar ook de kleine spaarder. De Italiaanse banken hebben hun spaarders voor € 173 miljard aan achtergestelde leningen (met een hoge coupon) verkocht.
- In 2015 zijn al 100.000 Italiaanse spaarders de dupe geworden van een bail-in als gevolg van bankfaillissementen.

- *'A friend at the bank told me: "Trust me, it will take the third world war to shut down Banca Etruria."* - Sergio Picinotti, Banca Etruria obligatiehouder. Uiteindelijk arriveerde de Derde wereldoorlog voor Banca Popolare dell'Etruria e dell' Lazio al op 13 februari 2015.
- In juli werd bekend dat Banca Monte dei Paschi di Siena (MPS) slecht uit de stresstest van de Eurozone was gekomen. Dankzij een kapitaalinjectie van \$5 miljard door een consortium van investment banks kon MPS overleven. Hierdoor konden de slechte leningen tegen 33% van de boekwaarde van de balans van MPS worden gehaald. Dit heeft echter de angst aangewakkerd dat wanneer de slechte leningen van de andere Italiaanse banken ook met 67% moeten worden afgewaardeerd, zij deze verliezen niet zullen overleven.

Italiaanse banken in de problemen



De Derde wereldoorlog kwam sneller dan verwacht



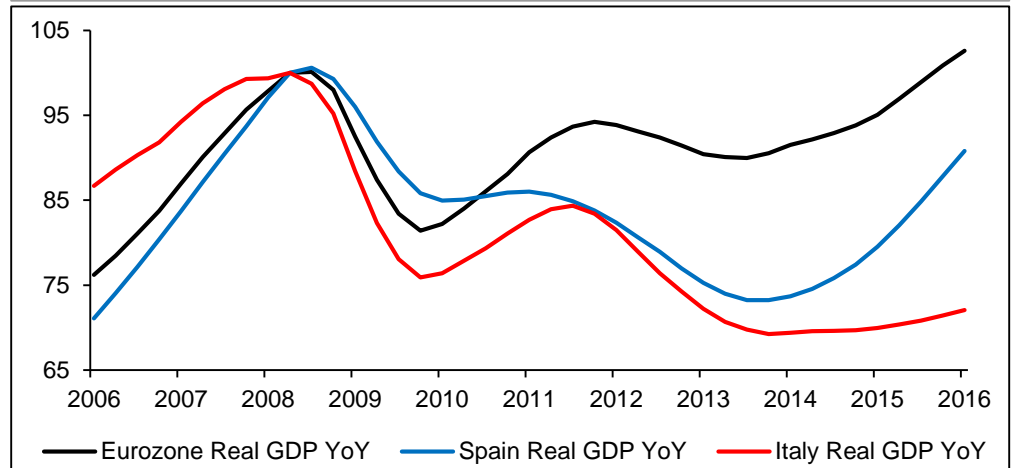


“Nothing except time is wasted in Italy.” - Thomas Bailey Aldrich -

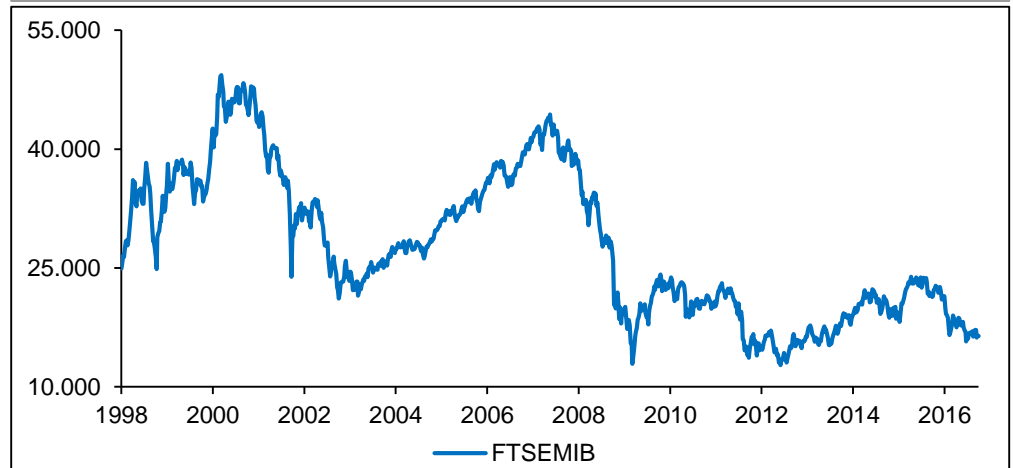
- De grafiek laat duidelijk zien dat de economische groei van Italië sinds 2013 is gestagneerd. Spanje herstelde wel dankzij een herkapitalisatie van haar banken. Iets wat Italië achterwege liet. Een andere reden voor het achterblijven van de Italiaanse economie is het stroperige politieke systeem. En dit is nu precies de inzet van het constitutionele referendum dat op 4 december zal plaatsvinden.
- Wanneer de Italianen vóór de door premier Renzi voorgestelde hervormingen stemmen, zal de perfect symmetrische structuur van het Italiaanse politieke systeem worden opgeheven. Op dit moment hebben zowel de senaat als het lagerhuis de macht gelijk verdeeld. De één kan dus de wetsvoorstellen van de ander zonder problemen blokkeren. Daarom is het in Italië vrijwel onmogelijk om structurele hervormingen door te voeren.

- De arbeidsmarkt moet flexibeler gemaakt worden (het is vrijwel onmogelijk om iemand te ontslaan), het juridische systeem moet worden opgeschud (faillissementszaken kunnen wel tien jaar duren) en het gefragmenteerde bankstelsel (600 banken) moet worden vereenvoudigd.
- Renzi heeft eerder gedreigd om op te stappen wanneer hij het referendum zou verliezen. Hij schijnt hier inmiddels op teruggekomen te zijn. Renzi's politieke tegenstanders zullen een eventueel 'nee' aangrijpen om een politieke crisis te veroorzaken. Een 'nee' kan door de oppositie ook worden misbruikt als een anti-euro argument. De huidige peilingen geven aan dat circa 40% van de Italianen nog geen beslissing heeft genomen. Dit maakt het juist voorspellen van de uitkomst vrijwel onmogelijk.

Italiaanse economie sinds 2013 nauwelijks hersteld



Italiaanse beurs nog op het niveau van 2009



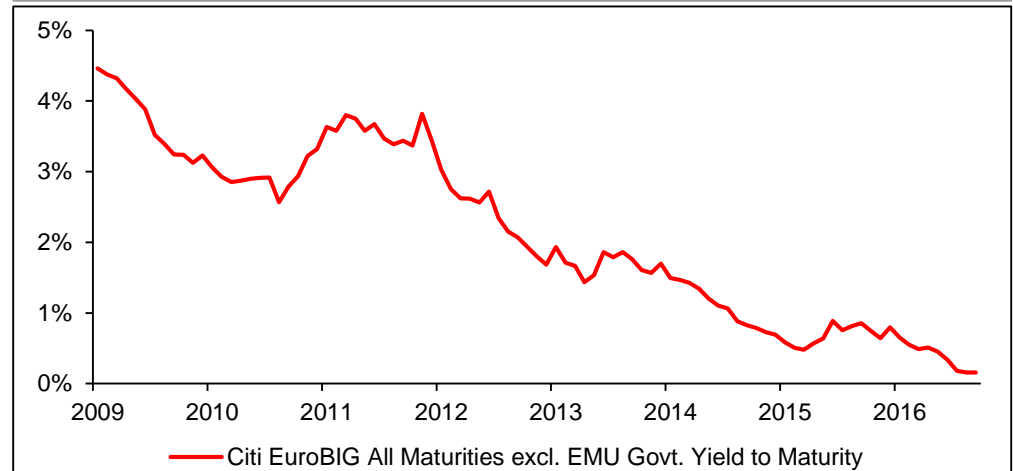


Sanofi en Henkel introduceren obligatie met negatief rendement

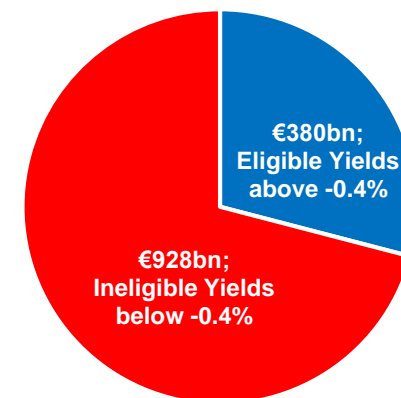
- Kijkt u eens goed naar de grafiek. Hoe vaak hebben we al niet gezegd dat de rente nu echt niet meer lager kon?
- September markeerde de eerste keer in de geschiedenis dat bedrijfsobligaties met een negatief rendement werden verkocht. Zowel het Duitse Henkel als het Franse Sanofi verkochten obligaties met een negatief rendement van 0,05%. Natuurlijk zijn er al meerdere bedrijfsobligaties met een negatief rendement, echter de oorzaak daarvan was de daling van de rente. Wat wel zorgelijk is dat de Franse farmaceut Sanofi het geld leende voor 'general corporate purposes'. Met andere woorden: 'Mwah, we hebben geen idee waar we de opbrengst van de lening voor gaan gebruiken, maar het geld is zo lekker goedkoop.'
- Het ECB beleid leidt op deze wijze tot een misallocatie van kapitaal.

- De ECB is nog steeds bezig om maandelijks voor € 80 miljard aan obligaties op te kopen. Het merendeel staatsleningen.
- De ECB heeft zichzelf in haar opkoopprogramma een beperking opgelegd. Het mag geen staatsleningen opkopen waarvan het rendement *lager* ligt dan de depositorente van -0,4%. Dit betekent dat de ECB 71% van de nog uitstaande Duitse staatsleningen niet meer mag kopen. De staatsleningen die nog wel in aanmerking komen, hebben vaak een langere looptijd.
- Het rendement van de langlopende staatsleningen daalt dan dus relatief tot die van kortlopende staatsleningen. Deze dalende 'rentespread' is weer slecht voor de winstgevendheid van de Europese banken. Zucht...

Rendement op kwalitatief goede bedrijfsobligaties blijft dalen



Op is op...



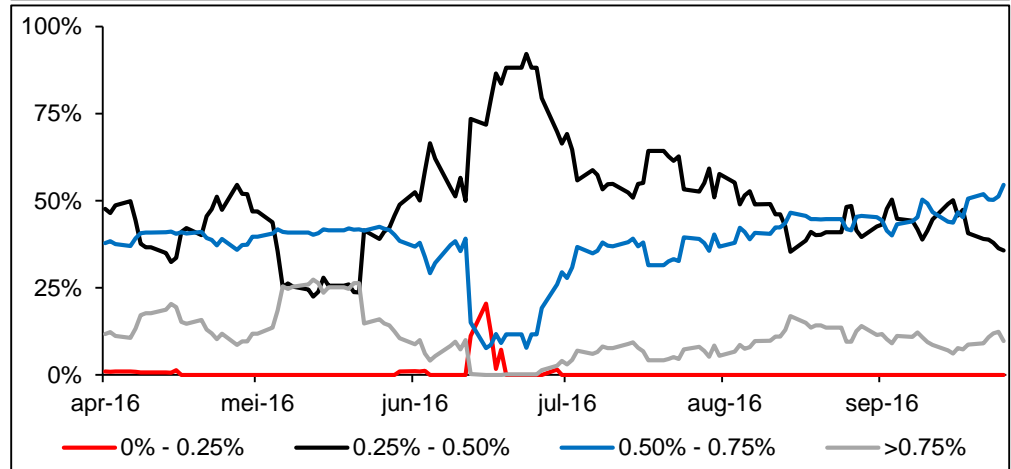


Doen ze 't of doen ze 't niet..?

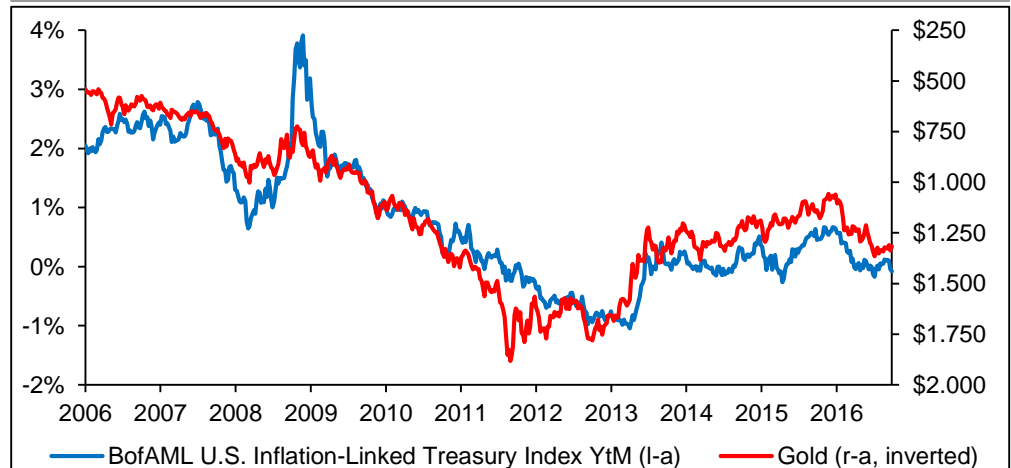
- Daar gaan we weer... Wordt de rente in de VS in december nu eindelijk wel verhoogd of niet?
- 2016 ging van start met de verwachting dat de rente dit jaar drie tot vier keer verhoogd zou worden. Het kan uiteindelijk maar één keer gebeuren dit jaar: op 14 december aanstaande.
- De grafiek geeft de marktverwachtingen weer voor wat betreft de kans op een renteverhoging in december. De rode lijn geeft de kans op een *rentedaling*. De kans hierop steeg van 0% naar circa 25% ten tijde van de Brexit. De zwarte lijn geeft de waarschijnlijkheid weer dat de rente ongewijzigd blijft in december. De blauwe lijn, tenslotte, geeft de kans op een renteverhoging weer. De kans op een renteverhoging is momenteel ruim 50%. Afwachten dus...

- Let op! De rechteras van bijgaande grafiek (de prijs van goud) is omgedraaid.
- Goud beschermt beleggers tegen een verlies aan koopkracht. Wanneer de reële rente (de nominale rente minus de inflatie) daalt, dan stijgt de goudprijs.
- De reële rente bereikte een voorlopig dieptepunt in 2013. Vanaf dat moment daalde de goudprijs van circa \$1.800 per ounce naar circa \$1.100 per ounce in 2015. Sinds het begin van 2016 is de reële rente weer gedaald, hetgeen tot een herstel in de goudprijs leidde.
- Het wordt interessant om te zien of een eventuele renteverhoging de dalende trend in de reële rente zal doen keren.

De kans op een renteverhoging op 14 december 2016



Goud is een hedge tegen verlies aan koopkracht





Wat als de rente stijgt..?

- Moeten we als beleggers bang zijn voor een stijging van de rente? De rente is tenslotte historisch laag (tot zelfs negatief). De consensus is dan ook dat de rente uitsluitend nog kan stijgen.
- De gevolgen hiervan zullen, volgens de experts, heel vervelend zijn. Niet alleen zullen beleggers geld verliezen op hun obligatieposities, maar bovendien zal de stijgende rente negatief uitpakken voor aandelenkoersen. Het wordt namelijk duurder voor het bedrijfsleven om geld te lenen en de spaarrekening zal dankzij een hogere depositorente een geduchte concurrent worden voor de beurs.
- Bijgaande tabel toont aan dat, in het verleden, langlopende staatsleningen erin geslaagd zijn de portefeuille te beschermen tegen negatieve beursjaren.

- Maar werkt diversificatie ook andersom? Met andere woorden, beschermen aandelen u tegen stijgende rentes en dus tegen een negatief rendement op staatsleningen? Bijgaande tabel geeft aan dat dit inderdaad zo is.
- Gedurende 21 van de afgelopen 75 kalenderjaren was het rendement op langlopende staatsleningen negatief. Gedurende deze 21 voor staatsleningen negatieve kalenderjaren was het rendement op aandelen 12,5%. Ruimschoots voldoende om het negatieve rendement op staatsleningen te compenderen.
- Een rentestijging zal het gevolg zijn van inflatie als gevolg van een lagere werkloosheid, hogere lonen, hogere omzetten en winsten voor het bedrijfsleven, meer vraag naar krediet en gezonde banken. Kortom, allemaal zaken waar de aandelenmarkten garen bij spinnen.

Obligaties beschermen de portefeuille...

16 'down years' S&P 500 (1941-2015)

	<u>Average Return</u>
S&P 500	-12,30%
Barclays Long-Term Treasury Index	5,80%

...maar aandelen ook!

21 'down years' Barclays Treasury Index (1941-2015)

	<u>Average Return</u>
S&P 500	12,50%
Barclays Long-Term Treasury Index	-4,20%

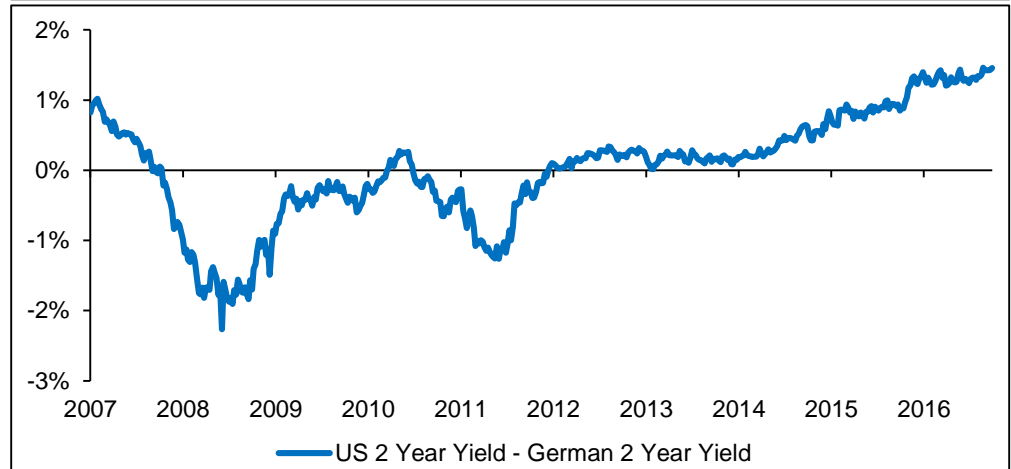


If it's officially denied, then it's probably true!

- De gebeurtenissen van de afgelopen 18 maanden zijn bijna allemaal positief geweest voor de US dollar, zoals de Brexit;
- Het negatieve rentebeleid van de Japanse en Europese Centrale Banken;
- Het op grote schaal opkopen van staatsleningen door diezelfde Centrale Banken;
- Het opkopen van bedrijfsleningen door de ECB en het opkopen van aandelen door de Zwitserse Centrale Bank. Deze laatste is nu zelfs één van de grootste aandeelhouders van Apple;
- En de crash van de Chinese beurs gekoppeld aan de devaluatie de Chinese Renminbi.

- Toch komt de dollar de afgelopen 18 maanden nauwelijks van zijn plaats (zie grafiek).
- Komt dat door het risico dat Donald Trump president van de VS wordt? Kloppen de geruchten dat er op de onlangs gehouden G20 in Hangzhou afspraken gemaakt zijn door de wereldleiders om de valuta stabiel te houden teneinde de fragiele economische groei niet te verstoren? In ieder geval kunnen we stellen dat de dollar zich gedraagt als een aandeel van een bedrijf dat niet meer wil stijgen ondanks dat het nieuws goed blijft.
- Wellicht staat de ECB op het punt om zijn opkoopprogramma te beëindigen, waardoor de rente in de Eurozone fors zou kunnen oplopen. Geruchten hieromtrent werden recentelijk nog door de ECB tegengesproken.

Het renteverschil blijft oplopen in het voordeel van de dollar



Wanneer iets niet meer stijgt op goed nieuws...



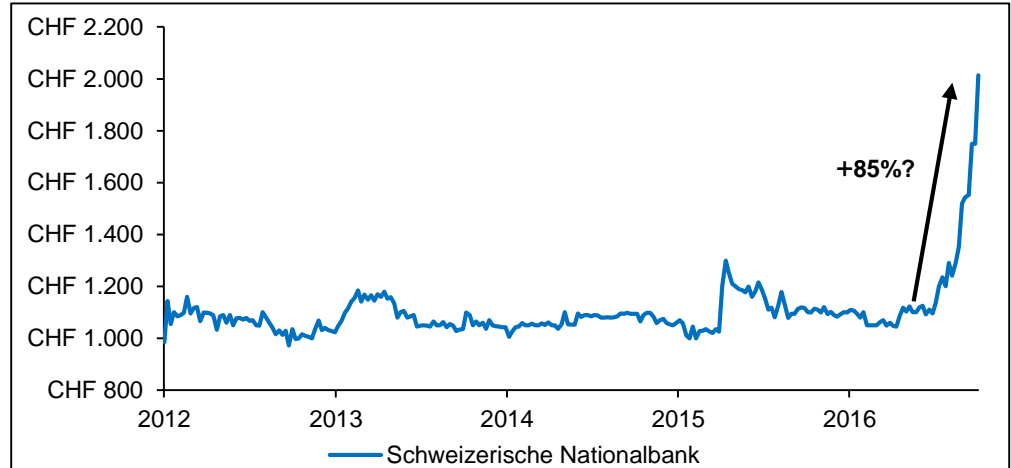


Wist u dat..?

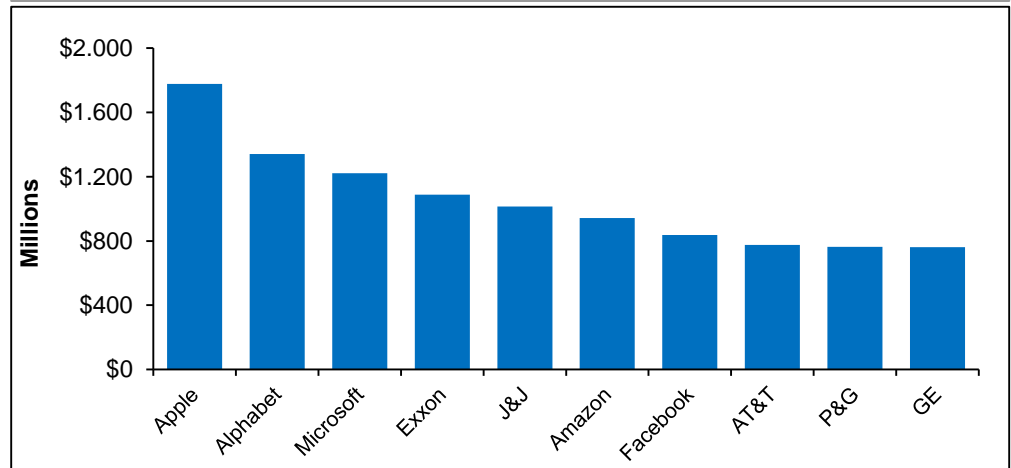
- De Zwitserse centrale bank (SNB) beursgenoteerd is..! En dat de koers ervan dit jaar met ruim 80% is opgelopen.
- Zwitserse overheid zelf is geen aandeelhouder, maar Zwitserse Kantons (45%) wel. Daarnaast is 15% van de aandelen in handen van Kantonbanken, hetgeen betekent dat de resterende aandelen (40%) in handen zijn van beleggers.
- Wat heeft deze koersexplosie veroorzaakt?
- De Kantons en Kantonbanken hebben waarschijnlijk niet gekocht, aangezien zij hierover afspraken hebben met de overheid en SNB.
- Maar wie koopt het aandeel dan wel? We moeten hierbij wel aantekenen dat het aandeel illiquide is. De marktkapitalisatie is slechts CHF 200 miljoen.

- De SNB lijkt in zekere zin op een gigantisch hedge fund. In tegenstelling tot andere centrale banken belegt de SNB ook in aandelen. Zij heeft momenteel 2608 aandelenposities met een waarde van circa CHF 60 miljard. Echter is de waarde hiervan dit jaar niet enorm opgelopen.
- Verder bestaat de balans van de SNB (CHF 690 miljard) voornamelijk uit valutareserves, goud en een kleine hoeveelheid Zwitserse financiële activa, hetgeen de koersexplosie van 85% ook niet verklaart. De SNB betaalt een vast dividend van CHF 15 per jaar. Dit betekent dat het dividendrendement momenteel 0,75% bedraagt. Dit is weliswaar hoger dan de negatieve rente, maar niet extreem aantrekkelijk.
- Wie o wie en waarom?

Een goede investering!



Top 10 aandelenposities van de SNB





Positionering

Aandelen	Overwogen	<ul style="list-style-type: none">▪ Wij zijn overwogen in aandelen.▪ Driekwart van onze macro-indicatoren zijn positief.▪ Aandelen hadden een goed kwartaal ondanks Brexit.▪ Bovendien lijken beleggers een eventuele renteverhoging in de VS, een verkiezingsoverwinning van Donald Trump en de problemen van de Europese banken Beleggers voorlopig naast zich neer te leggen.
Obligaties	Onderwogen	<ul style="list-style-type: none">▪ Wij zijn onderwogen in obligaties.▪ De rentes zijn historisch laag tot zelfs negatief.▪ Het risico van de negatieve effecten van een rentestijging trachten wij te verminderen door een deel van deze allocatie te beleggen in 'floating rate notes', en 'inflation-linked notes.'▪ Floating rate notes passen de coupon naar boven aan wanneer de rente oploopt, terwijl inflation-linked notes de hoofdsom naar boven aanpassen met een percentage dat gelijk is aan de inflatie.
Alternatieven	Overwogen	<ul style="list-style-type: none">▪ Wij hebben een kleine positie in goud.▪ Goud beschermt de portefeuille tegen een verlies aan koopkracht.▪ Sinds het begin van dit jaar is de trend in de reële rente negatief. Met andere woorden, de nominale rente minus de inflatie daalt.▪ Historisch gezien is dit een situatie waarin de goudprijs opliep.



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@ibscanl
www.ibscanl

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



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.