



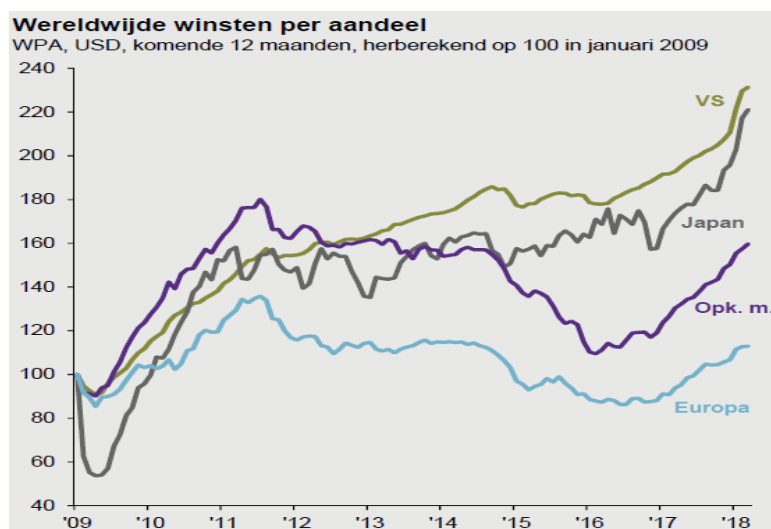
In deze nieuwsbrief gaan wij in op de extra risico's die de afgelopen maanden naar voren zijn gekomen. Wij zullen vooral stilstaan bij de wensen die de nieuwe Italiaanse regering heeft en op de handelsbelemmeringen die wereldwijd ingevoerd worden. Wat zijn de mogelijke gevolgen hiervan voor de wereldwijde economische groei, de beurs en vooral ook of wij hier als belegger actie op moeten ondernemen.

Economische groei

Voordat wij ingaan op de extra onzekerheden die zijn ontstaan, willen wij eerst kort stilstaan bij de huidige economische groei. Mede door de belastingverlagingen van Trump die dit jaar zijn ingegaan, is de economische groei in de VS nog verder aangetrokken. Hoewel het jaar pas op de helft zit, lijkt het er op dat de economische groei in de VS in de buurt van de 4 % terecht zal komen. In tegenstelling tot de VS is de economische groei in Europa aan het vertragen. De economie in Europa zal naar verwachting met 2 a 2,5 % groeien. Vooral de groei in Duitsland begint af te nemen. Hoewel de economische groei in Europa begint af te nemen, is de groei wereldwijd nog steeds robuust te noemen. De wereldwijde groei zorgt ervoor dat de omzet en hiermee de winst van ondernemingen verder kan stijgen.

Waardering aandelen

Hoewel er een aantal donkere wolken aan de hemel is verschenen, staan veel aandelenmarkten in de buurt van het hoogste niveau ooit. Toch wil dat niet zeggen dat aandelen duur zijn. De winsten van de ondernemingen zijn namelijk ook gestegen. In onderstaande grafiek zijn de winsten van de grootste beursgenoteerde ondernemingen afgebeeld. Wat opvalt is dat met name de winsten in de VS en Japan hard zijn gestegen. Vandaar ook dat vooral in de VS en Japan de koersen fors zijn opgelopen.



Bron: J.P. Morgan

Zoals wij al vaker hebben geschreven, draait het bij beleggen niet alleen om de vraag hoe goed of slecht het met een onderneming gaat, maar ook om hoeveel je voor deze onderneming betaalt. Dit kunnen wij meten met de koers/winstverhouding, hoeveel keer de winst moet een belegger betalen

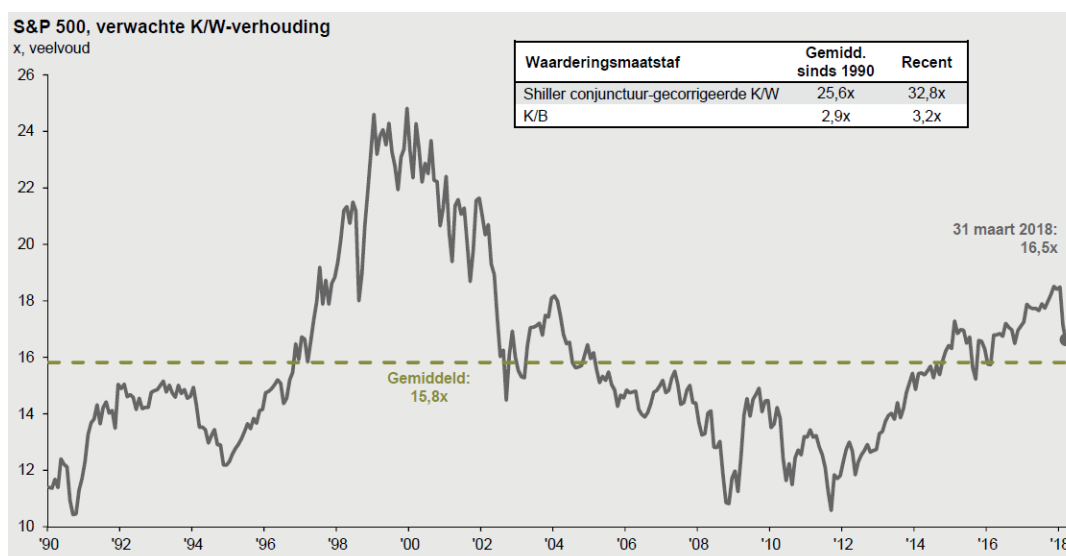


voor het aandeel. Hoe hoger deze koers/winstverhouding hoe duurder aandelen zijn en hoe kleiner de kans is op een mooi toekomstig rendement. Immers een hoge koers/winstverhouding betekent dat de koers van het aandeel al fors is opgelopen en dat veel goed nieuws al is ingeprijsd. In onderstaande grafiek hebben wij de verwachte koers/winstverhouding van de MSCI Europe afgebeeld. Sinds begin jaren 90 betalen beleggers gemiddeld 14,4 keer de verwachte winst voor Europese aandelen. Op dit moment ligt de verwachte koers/winstverhouding iets onder dit langjarig gemiddelde.



Bron: Reuters, Shiller, MSCI, IBIS

Voor Amerikaanse aandelen betalen beleggers historisch iets meer (15,8 keer de verwachte winst). Dit komt vooral omdat de markt daar meer liquide is en uiteraard de groei aldaar vaak hoger is dan hier. Ondanks dat de koersen in de VS fors zijn opgelopen, zijn door de eveneens gestegen winsten, de waarderingen historisch gezien weer op het gemiddelde beland.



Bron: Reuters, Shiller, S&P, IBIS

Geconcludeerd kan worden dat het op dit moment economisch goed gaat en dat de waarderingen niet al te hoog zijn. Voor beleggers is dit precies goed. Maar aangezien beleggen ook vooruitkijken is, kunnen we niet onze ogen sluiten voor de nieuwe zorgen die er recent zijn bijgekomen. Grootste punt van zorg zijn de handelsbeperkingen die de VS aan het opleggen zijn op de rest van de wereld en de nieuwe regering in Italië.

Italië

Recentelijk heeft de Italiaanse bevolking een nieuwe regering gekozen, althans zij heeft massaal gestemd op de zogenaamde 5-sterren beweging. Deze partij vormt samen met een meer conservatieve partij de nieuwe regering. De 5-sterren beweging heeft in haar verkiezingsprogramma aangekondigd de belastingen te willen verlagen, de pensioenen te verhogen en de pensioenleeftijd te verlagen. Onduidelijk is hoe zij dit willen betalen. Wel heeft de nieuwe regering aangekondigd dat het een goed idee is als zij leningen ter waarde van circa € 250 miljard die beleggers hebben gekocht niet terugbetalen.

Al deze plannen betekenen echter dat beleggers zeer huiverig worden om opnieuw geld uit te lenen aan Italië. Zij weten immers dat Italië er aan denkt om oude leningen niet terug te betalen. Dit kan dan in de toekomst ook met hun leningen gebeuren. Daarnaast zorgt de stijging van de uitgaven en de verlaging van de inkomsten er voor dat de schuld enorm toeneemt. Zelfs zonder de dreiging van wanbetaling eisen beleggers hierdoor een hogere rente op hun leningen. Het gevolg is dat Italië meer kwijt is aan rentebetalingen en hierdoor minder in staat is de belastingen te verlagen etc. Zo steeg de 10-jaars rente in Italië toen de plannen bekend werden van 1,8 % naar bijna 3 %.



Bron: reuters

Wij gaan er vanuit dat als Italië dit “wensenlijstje” inderdaad gaat omzetten naar wetgeving de rente in Italië nog veel verder omhoog gaat, waardoor de schuld onbetaalbaar wordt. Dit zal vervolgens dramatische gevolgen hebben voor de Italiaanse economie. Aangezien de meeste mensen deze gevolgen wel inzien, gaan wij er vooralsnog vanuit dat Italië deze plannen niet zal doorzetten. Wel is het zaak om het nieuws continue te blijven monitoren.

Handelsbeperkingen VS met de rest van de wereld

Aangezien wij er vanuit gaan dat de nieuwe regering van Italië vooralsnog haar verplichtingen zal nakomen en de staatschuld niet exorbitant zal laten stijgen, zullen de nadelige gevolgen volgens onze inschatting meevallen. Een mogelijk veel groter probleem is de handelsbeperkingen die de VS aan het opleggen zijn met de rest van de wereld.

De VS begon enige tijd geleden te dreigen met het opleggen van handelsbeperkingen. Hiermee wordt bedoeld dat zij extra belasting gaan heffen op producten die het buitenland maakt en exporteert naar de VS. Het gevolg hiervan is dat deze producten duurder worden en dus minder gekocht zullen gaan worden. Tot voor kort gingen wij er vanuit dat het slechts bij dreigen zou blijven. De gevolgen van een handelsoorlog zijn namelijk voor iedereen nadelig. Toch heeft president Trump al een aantal maatregelen doorgevoerd.

EU

Zo hebben de VS recentelijk daadwerkelijk importheffingen ingesteld op staal (25 % extra belasting) en aluminium (10 % importheffingen) uit de Europese Unie. De Europese Unie heeft deze maand als tegenmaatregel besloten om op een waarde van circa 3 miljard aan Amerikaanse goederen ook extra importheffingen op te leggen. President Trump heeft als reactie hierop weer gezegd dat hij vooral Duitse auto's extra gaat belasten. Uiteindelijk zal ook Europa hier weer op reageren en daar zal de VS weer op reageren etc. Mocht dit echt zo gebeuren, dan zal het gevolg zijn dat zowel voor Europa als de VS geldt dat bijna alle producten tussen de 10 en 25 % duurder worden. De Nederlandsche Bank (DNB) heeft al berekend dat indien de VS alle invoer met gemiddeld 10 % belasten en de getroffen landen tegenmaatregelen nemen, dit Nederland gemiddeld jaarlijks 0,5 procentpunt aan groei kosten. Vooral de bedrijfsinvesteringen zouden een harde tik krijgen.

Vooralsnog zien wij op **korte termijn** geen oplossing voor de kettingreactie die nu plaatsvindt. Aangezien er feitelijk geen oneerlijke handelspraktijk tussen de EU en de VS plaatsvindt (behalve dan dat Europa meer exporteert naar de VS dan de VS exporteren naar Europa) en de gevolgen voor het bedrijfsleven in beide regio's zeer groot zijn, gaan wij er wel vanuit dat op **middellange termijn** dit conflict opgelost zal worden.

China

Wat ons betreft heeft president Trump wel een terecht punt dat hij wat aan de oneerlijke handelspraktijken van China wilt doen. Zo kunnen Chinese ondernemingen in de VS in principe vrij zaken doen. Er zijn weinig tot geen beperkingen. Andersom is dit zeker wel het geval. Indien Amerikaanse ondernemingen in China zaken willen doen, dan worden zij bijna altijd gedwongen een strategische partnership aan te gaan met een lokale onderneming. Hierdoor worden met name technologie ondernemingen gedwongen hun kennis, en hiermee hun concurrentievoordeel, te delen. In sommige gevallen, zoals bij Google en Facebook, worden de ondernemingen bijna in zijn geheel uitgesloten van de Chinese markt. Naast het enorme handelsoverschot dat China met de VS heeft, wil

president Trump met name het speelveld weer gelijk krijgen. Het opleggen van handelsbeperkingen is wat ons betreft echter niet de juiste route.

Verleden week kwam het Witte Huis met een lijst van Chinese producten ter waarde van \$ 50 miljard waarop een heffing van 25 % gaat gelden, een represaille voor wat Trump noemt 'oneerlijke handelspraktijken' en 'de diefstal van intellectueel eigendom'. China gaat in reactie hierop ook heffingen invoeren op Amerikaanse goederen met een waarde van \$ 50 miljard. Op dit moment is Trump aan het onderzoeken om op Chinese goederen met een waarde van 200 miljard dollar extra importbelasting te heffen. Uiteindelijk kan China niet met gelijke munt terugslaan, is zijn verwachting. De VS importeren voor een bedrag van \$ 500 miljard uit China, terwijl China voor een bedrag van circa \$ 150 miljard aan Amerikaanse producten importeert.

De Europese Centrale Bank (ECB) heeft berekend dat als de VS een tarief van 10 % op al hun importen zouden heffen en de handelspartners daarop besluiten met gelijke munt terug te betalen, dan zal de Amerikaanse economie na een jaar zeker 2,5% kleiner zijn dan het zonder heffingen zou zijn geweest. De wereldwijde economie levert hierdoor 1 % aan economische groei in.

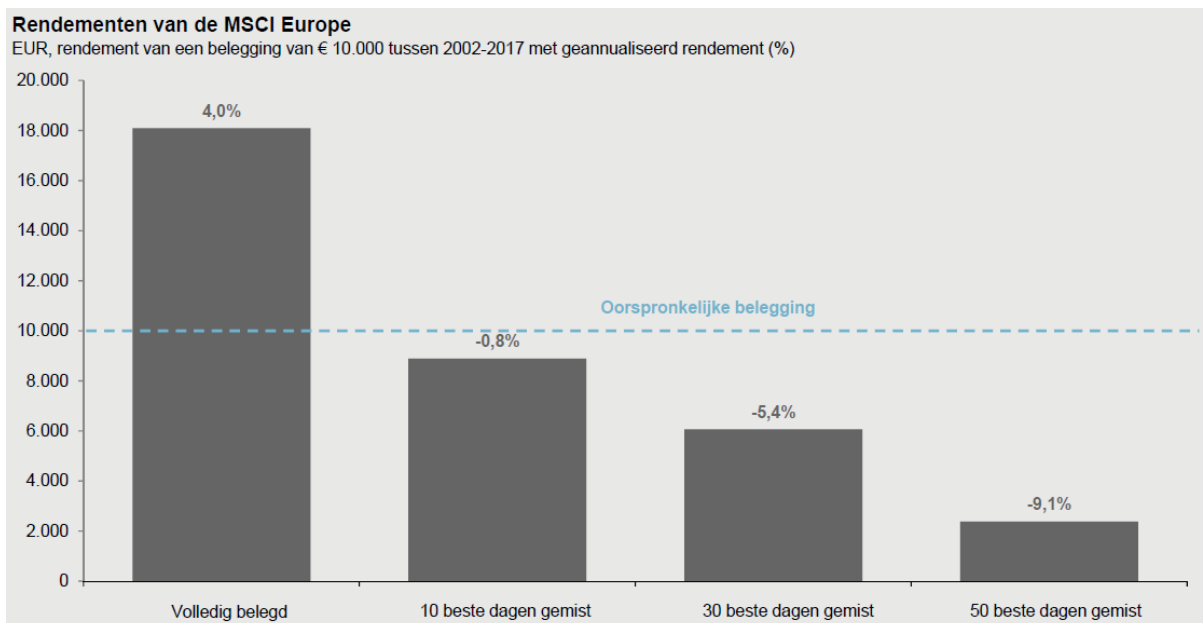
Aangezien een wereldwijde handelsoorlog tussen de VS en de rest van de wereld uiteindelijk veel banen, geld en economische groei kost, is niemand hierbij gebaat. Het lijkt er op dat het president Trump vooral te doen is om zijn macht te laten zien, dat China en de EU meer Amerikaanse spullen gaan kopen en dat met name China haar markt volledig opent voor buitenlandse ondernemingen.

Toch is dit een zeer gevaarlijke strategie. Als de andere partijen namelijk met gelijke munt terug slaan en niet gaan onderhandelen, dan is een exit-strategie moeilijk voorspelbaar. De economische groei neemt dan snel af, producten worden duurder en zullen minder gekocht worden, de inflatie en daarmee de rente zullen ook verder toenemen.

Beleggingsbeleid

Indien de VS en de rest van de wereld niet aan de onderhandelingstafel gaan, maar elkaar wel meer importheffingen gaan opleggen, dan is het zeer waarschijnlijk dat de economische groei omlaag gaat. Hoe langer het uitblijven van onderhandelingen duurt, hoe groter dit effect.

Als belegger is het lastig hier mee om te gaan. De uitslag van dit politieke schaakspel is niet te voorspellen, terwijl de mogelijke gevolgen zeer serieus zijn. Om elk risico uit te sluiten zouden wij kunnen besluiten alles te verkopen en volledig naar cash te gaan. De ervaring leert echter dat dit een gevaarlijke strategie is, hoe merkwaardig dat wellicht ook klinkt. In de grafiek hieronder hebben wij de rendementen inclusief dividend afgebeeld van de Europese beurs over de afgelopen 15 jaar. De Europese beurs heeft vanaf 2002 tot eind 2017 een gemiddeld jaarrendement opgeleverd van 4 %. Zou een belegger de 10 beste beursdagen hebben gemist, omdat hij of zij alles heeft verkocht, dan komt het jaarrendement uit op een min van 0,8 %.



Bron: VBA, J.P Morgan

Alles verkopen en afwachten tot de rust weer is wedergekeerd, is hiermee een bijzonder gevaarlijke strategie die veel rendement kan kosten. Toch vinden wij dat hopen dat alles goed komt ook geen goede strategie is. Voor de verschillende modelportefeuilles verhogen wij de kaspositie (tussen de 5 en 10 %) en verkopen wij waar mogelijk nog extra callopties als schokdemper. Voor de individuele aandelenportefeuille hebben wij aandelen van Duitse autobouwers verkocht, aangezien die aandelen hard geraakt kunnen worden door nieuwe maatregelen van Trump.

Mochten er de komende weken wederom nieuwe heffingen ingevoerd worden, dus geen dreiging hiervan, maar echte maatregelen die zijn goedgekeurd door de verschillende parlementen, dan zullen wij de kaspositie verder verhogen. Achteraf zullen we weten of deze risicoreductie terecht was of niet.

Mocht u over bovenstaande nog vragen hebben, aarzel dan niet om contact met ons op te nemen. Uiteraard kunt u ook altijd met andere vragen dan wel opmerkingen bij ons terecht.

Met vriendelijke groet,

Richard de Jong



Thomas Schets

