

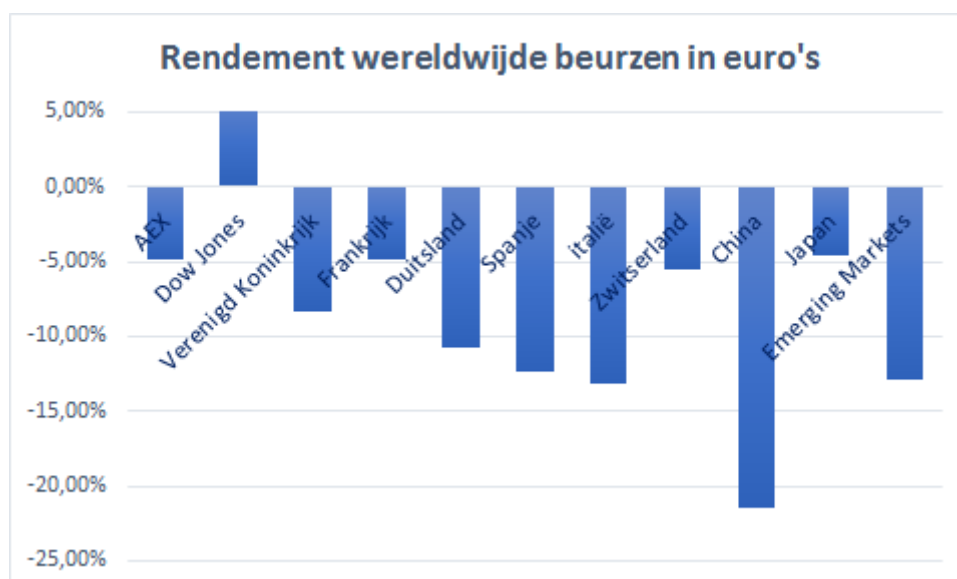
In deze nieuwsbrief blikken wij terug op de afgelopen kwartalen, lichten wij ons beleggingsbeleid nader toe en presenteren wij onze visie op de financiële markten voor de komende periode.

Terugblik afgelopen kwartalen

Voordat wij in zullen gaan op ons beleggingsbeleid en onze visie, blikken wij eerst terug op de afgelopen periode. Welke ontwikkelingen hebben de aandelenbeurzen doorgemaakt, hoe heeft de koers van de dollar zich ontwikkeld en wat heeft de rente gedaan?

1) *Flinke correctie aandelenbeurzen*

Net als in februari van dit jaar, zijn ook nu de aandelenbeurzen bijzonder negatief. Sinds augustus dit jaar zijn meerdere beurzen met 10 % of meer gedaald. Deze daling heeft er voor gezorgd dat de eerdere winsten zijn verdampt en dat veel beurzen dit jaar in de min staan. In onderstaande grafiek hebben wij de koersrendementen, gemeten vanaf 1 januari tot en met 21 oktober, van een aantal belangrijke indices weergegeven. Om een zuiver beeld te schetsen hebben wij alle rendementen omgerekend naar euro's.

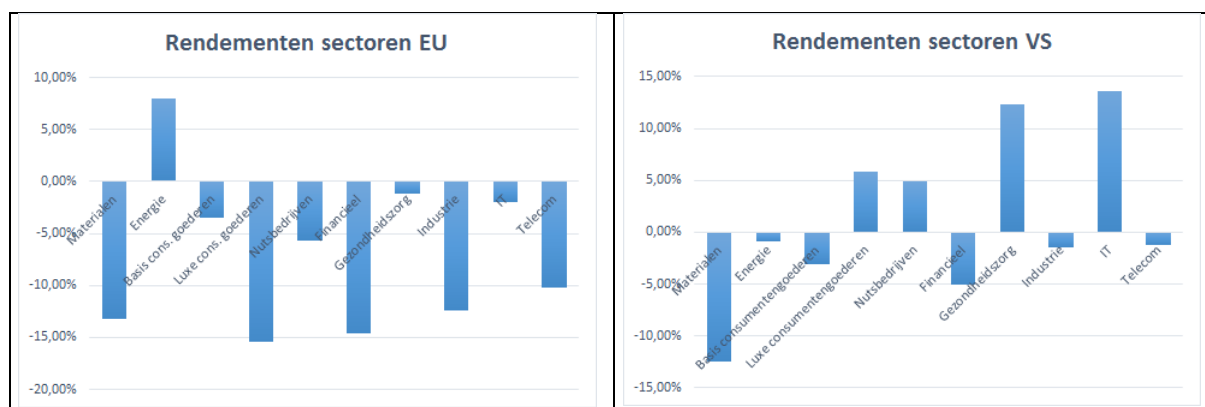


Bron: Reuters

De meeste internationale aandelenbeurzen staan dit jaar stevig in de min met rendementen tussen de -5 % en -10 %. De Chinese beurs vormt hier een negatieve uitzondering op met een min van circa 22 %. Van alle belangrijke beurzen wereldwijd is er eigenlijk maar een beurs die een mooi rendement laat zien, de beurs in de VS. De Dow Jones staat dit jaar op een keurig rendement van circa 5 %, de technologie index laat zelfs een nog beter beeld zien.

Niet alleen de wereldwijde beurzen laten grote verschillen zien, ook de resultaten van de verschillende sectoren zijn aanzienlijk. In Europa laat alleen de energiesector een positief rendement zien. Dit positieve rendement wordt mede veroorzaakt door de stijging van de olieprijs en dan vooral

door de prijsstijging van de olie uit de Noordzee. Sectoren waar wij in ons beleggingsbeleid relatief zwaar op inzetten, zijn gezondheidszorg en IT. Zowel in Europa als in de VS behoren deze sectoren tot de winnaars. In Europa laten ze aanzienlijk minder verlies zien dan de andere sectoren en in de VS behalen ze jaarrendementen tussen de 10 en 15 %. Een andere sector waar wij een zware weging in hebben is de financiële sector. Zowel in de VS als in Europa staat deze sector op een negatief resultaat. Vooral in de VS is dit verrassend te noemen, aangezien de omgevingsfactoren uitstekend zijn. De rente is stijgende, de winstbelasting is verlaagd, het aantal wanbetalingen neemt af en het aantal verstrekte kredieten neemt toe. Daarnaast kennen deze aandelen een lage waardering en een bijzonder hoog dividend.



Bron: Reuters

2) Herstel dollar en olieprijs

Vorig jaar was een bijzonder slecht jaar voor de dollar met een koersdaling van bijna 15 % ten opzichte van de euro. Dit had aanzienlijke gevolgen voor onze beleggingen in de VS die omgerekend naar euro's hierdoor minder waard werden. De sterke economische groei in de VS, de stijgende rente in de VS en het feit dat de dollar nog steeds een vluchthaven is, heeft er voor gezorgd dat dit jaar de dollar weer wat is aangetrokken. Op het moment van schrijven is de koers van de dollar gestegen naar 1,15. Gemeten vanaf 1975 ligt de dollarkoers ten opzichte van de euro hiermee weer rond het langjarig gemiddelde van 1,18.



Bron: Reuters

Na een stijging van ruim 20% in 2017, is de olieprijs in 2018 verder gestegen hoewel de laatste dagen een deel van de winst weer werd ingeleverd. De prijs van een vat Brent (olie uit de Noordzee) is dit jaar met 14 % gestegen en WTI staat dit jaar op een plus van 9,8 %. De prijsstijging wordt veroorzaakt doordat de voorraden afnemen (wereldwijde economische groei zorgt voor extra vraag) en het aanbod minder wordt (Venezuela heeft productieproblemen en de VS heeft Iran sancties opgelegd).

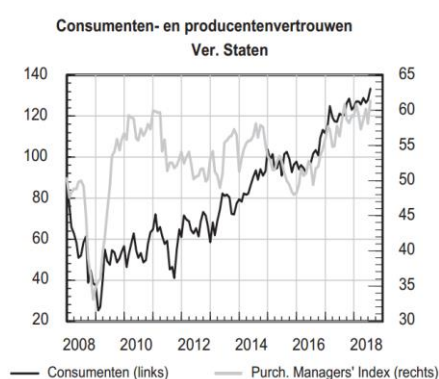
Economische vooruitzichten

Voordat wij ingaan op ons beleggingsbeleid staan wij eerst stil bij onze economische visie. Deze visie heeft namelijk gevolgen voor ons beleggingsbeleid.

1. Vooruitzichten VS

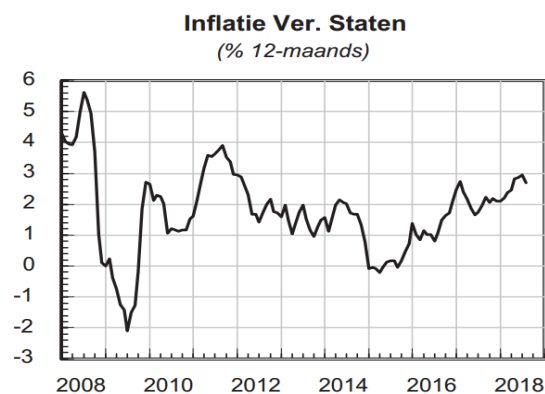
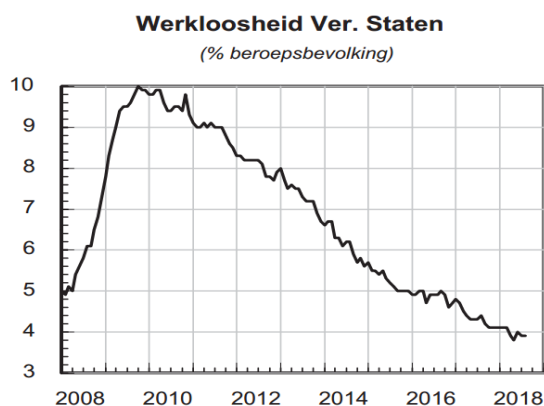
De economische ontwikkelingen in Amerika blijven naar verwachting robuust met een verwachte groei voor de komende jaren van 2 % - 2,5 %. Voor 2018 zou de economische groei zelfs in de buurt van de 3 % uit kunnen komen. De belastingverlagingen van Trump hebben de economie een extra zetje gegeven. Verwacht wordt dat de positieve effecten van deze verlaging de economische groei in de VS tot en met 2021 positief zullen blijven ondersteunen.

Daarnaast lijkt nu eindelijk het gemiddeld uurloon in de VS aan het stijgen. Deels komt dit doordat meerdere organisaties het minimumloon aanzienlijk hebben verhoogd (bijvoorbeeld Amazon en Wal-Mart), maar ook dat de zeer lage werkloosheid werknemers in staat heeft gesteld extra looneisen te stellen. Uiteraard is een positief gevolg van het hogere loon en een groter aantal banen een mogelijk hogere consumptie en hogere economische groei. Aangezien bestedingen voor circa 70 % de economische groei in Amerika bepalen, levert meer consumptie hiermee ook een hogere groei op.



Los van de positieve arbeidsmarkt en het gestegen uurloon, neemt ook het vertrouwen in de economie toe. Zowel consumenten als producenten worden steeds positiever. Hierdoor zullen zij eerder geneigd zijn bestedingen dan wel investeringen te doen. Deze bestedingen en investeringen zorgen voor extra toekomstige groei.

Een aandachtspunt is wel dat de inflatie aan het oplopen is. Zowel de importheffingen (zie hieronder) als de krappe arbeidsmarkt (met stijgende lonen) hebben geleid tot een inflatie die inmiddels op het hoogste niveau in 6 jaar staat.



Bron: FDA

De Fed (Centrale Bank van Amerika) gaat ook in de het laatste kwartaal van 2018 en in 2019 verder met het normaliseren van haar beleid. Dit is enerzijds gericht op de 'bestrijding' van inflatie en anderzijds op het bevorderen van economische groei. De inflatie is inmiddels opgelopen tot boven de formele doelstelling van 2 %, terwijl de werkloosheid op een erg laag niveau staat. Recent verhoogde de Fed voor de derde keer dit jaar zijn belangrijkste rentetarief met 25 basispunten, tot een bandbreedte van 2,00 % - 2,25 %. De Fed erkende ook de huidige kracht van de Amerikaanse economie en verwacht dit jaar nog een verdere renteverhoging, en drie in 2019. Met het verder terugdraaien van de kwantitatieve versoepeling verdwijnt een grote koper uit de obligatiemarkt waardoor de vraag naar obligaties zal afnemen. Hierdoor is het aannemelijk dat koersen van obligaties zullen dalen en daarmee de langere rente verder zal gaan stijgen. Ook de effecten van de belastingverlagingen, het expansieve overheidsbeleid en de al eerder genoemde oplopende inflatie en importheffingen, werken naar verwachting positief door op de langere rente. Per saldo verwachten wij zowel voor de korte rente (geldmarkt) als de lange rente (kapitaalmarkt) in Amerika verder oplopende percentages.

2. Handelsconflict

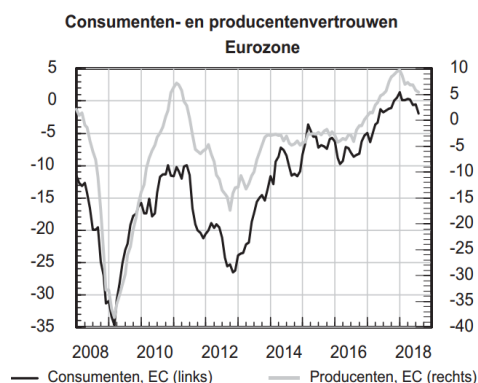
De grote onbekende in dit geheel is het handelsconflict tussen de VS en China. Met het sluiten van nieuwe overeenkomsten is het handelsconflict met Mexico en Canada opgelost. Ook het conflict met Europa lijkt met een sisser af te lopen. Het lijkt er op dat het president Trump vooral om China gaat. Dit is zeker niet vreemd te noemen. In tegenstelling tot de Westerse markten, is de Chinese markt niet vrij toegankelijk. Wil een Westerse onderneming diensten of producten in China verkopen, dan moeten zij samenwerken met een Chinese partner die de meerderheid van de aandelen heeft. Daarnaast worden sommige ondernemingen simpelweg verboden. President Trump wil een gelijk speelveld creëren waarbij ook de Chinese markt vrij van restricties is. Wat ons betreft een juist uitgangspunt. Om dit te bewerkstelligen voert hij handelsrestricties in. Hij heeft nu op bijna alle Chinese export naar de VS importheffingen ingevoerd waardoor deze Chinese producten duurder worden. China doet hetzelfde, maar in mindere mate, op Amerikaanse producten.

Op korte termijn levert dit uiteraard voor alle economieën schade op. De goederenexport is goed voor circa 11% van de wereldeconomie. Dit stukje van de economie zal dus minder worden. Vanwege het relatief kleine belang van de goederenexport lijkt de directe schade op de gehele economie mee te vallen. Het handelsconflict kan echter nog aanzienlijk worden verdiept door heffingen op diensten in te voeren en bijvoorbeeld investeringen te belemmeren. Een verdere escalatie kan hiermee wel degelijk een impact hebben op wereldwijde economische ontwikkelingen en ook de winstgevendheid van het bedrijfsleven onder druk zetten.

Het belang van de export is voor China veel groter dan voor de VS. Daarnaast is ook China zich er van bewust dat de VS het gelijk aan haar zijde heeft en dat China oneerlijke concurrentie bevordert. De meeste analisten gaan er dan ook vanuit dat China deels zal toegeven, hoewel het ons onwaarschijnlijk lijkt dat China haar markt net zo open zal stellen als dat wij in Europa en de VS gewend zijn. Dat China wellicht haar economie meer open zal stellen, blijkt ook uit het feit dat China recentelijk al heeft aangegeven dat Europese ondernemingen de bovenliggende partij mogen zijn. Europese ondernemingen die zaken willen doen, moeten een samenwerkingsverband aangaan met een Chinese onderneming, waarbij de Chinese partij de meerderheid van de zeggenschap heeft. China heeft aangekondigd dat de meerderheid van de aandelen / zeggenschap nu ook naar de Europese onderneming mag gaan. Uiteraard blijft het afwachten of deze belofte ook daadwerkelijk in beleid wordt omgezet, maar de deur staat hiermee in ieder geval op een kier. De nieuwe handelsovereenkomst tussen de VS en Mexico en tussen de VS en Canada laat zien dat president Trump ook graag een nieuwe deal wil sluiten, zelfs als deze in praktijk tot weinig veranderingen leidt.

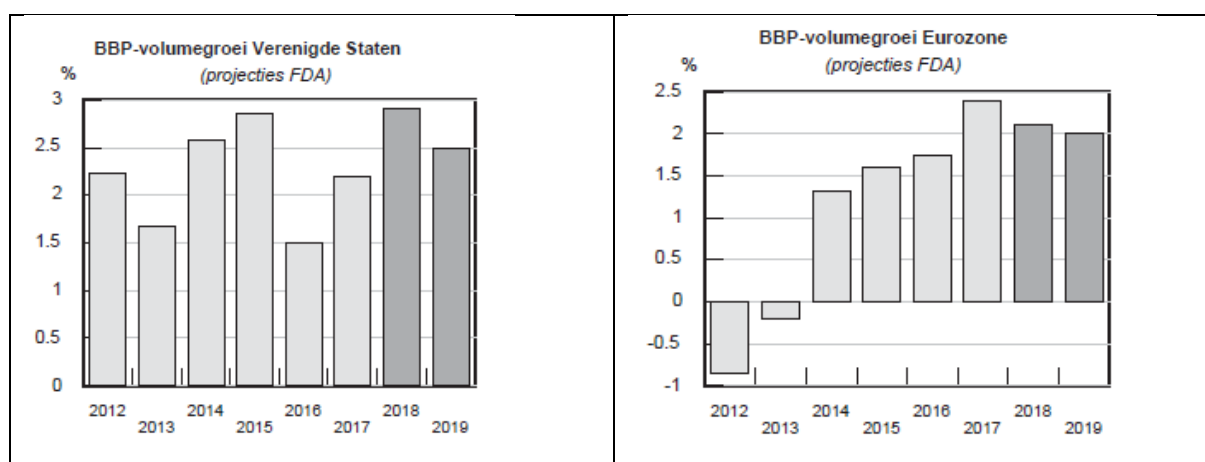
3. Vooruitzichten Europa

Na een zeer uitbundige economische groei in 2017 van bijna 2,5 %, neemt de groei dit jaar wat af. Positieve uitzondering zijn Nederland en Spanje waar de groei hoger is. Italië is de negatieve uitzondering met een groei van slechts 1 %.



Hoewel de economische groei lager is dan het verleden, denken wij dat Europa de komende jaren nog steeds een economische groei van circa 2 % kan laten zien. Niet geweldig, maar wel degelijk. De werkgelegenheid trekt immers aan alsmede de investeringen. Daarnaast ligt zowel het consumenten- als het producentenvertrouwen, ondanks de lichte daling over de afgelopen maanden, nog op een historisch hoog niveau. Deze vertrouwensindicatoren bevinden zich rondom het hoogste niveau sinds 2007.

Risicofactoren voor de economische ontwikkelingen zijn met name de onzekerheid rondom het Amerikaanse handelsbeleid en de onvoorspelbaarheid van de Euro sceptische Italiaanse regering. Wij gaan er vanuit dat de gevolgen van de Brexit mee zullen vallen. Enerzijds omdat dit proces al zeer lang loopt en beleggers hier al op hebben ingespeeld. Anderzijds omdat het verlaten van de EU vooral gevolgen heeft voor de wisselkoers van de nieuwe munt (die zal aanzienlijk dalen). Het Verenigd Koninkrijk heeft altijd al een eigen munt gehad en de pond is al in waarde is gedaald, waardoor de gevolgen voor de toekomst niet al te groot zijn.



Beleggingsbeleid

De wereldwijde aandelenbeurzen zijn op dit moment in de ban van een viertal mogelijke zorgen:

- Politieke ontwikkelingen
- Economische groei
- Hoge waarderingen
- Stijgende rente

Politieke ontwikkelingen en economische groei

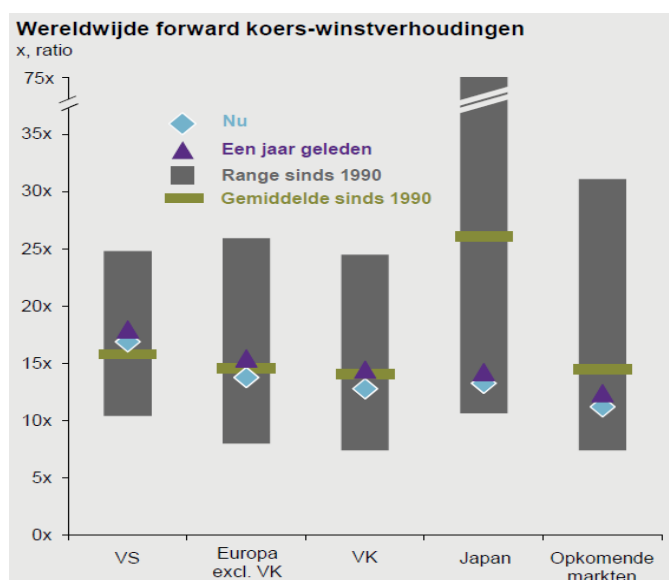
Zoals wij al eerder in deze nieuwsbrief hebben geschreven, kijken beleggers op dit moment vooral naar het handelsconflict tussen China en de VS en naar het begrotingsbeleid van de nieuwe Italiaanse regering. De importheffingen die China en de VS elkaar opleggen raken de op export gerichte economie van China harder dan die van de VS. Daarnaast laten de recente overeenkomsten tussen de VS en Mexico en tussen de VS en Canada zien dat president Trump bereid is tot overeenstemming te komen. Mede op basis van bovenstaande gaan wij er vanuit dat er uiteindelijk ook een oplossing tussen China en de VS zal komen.

Aangezien ook de nieuwe regering in Italië heeft aangegeven niet uit de euro te willen stappen, zal ook Italië wat moeten doen aan het begrotingstekort en vooral aan de hoge schulden. Brussel zal Italië min of meer hiertoe dwingen. Mocht dit gebeuren dan zal ook hier weer meer rust ontstaan.

Hoge waarderingen

Hoewel wij er dus vanuit gaan dat veel politieke onzekerheden in de (nabije) toekomst opgelost zullen worden, zorgen deze onzekerheden er wel voor dat beleggers extra voorzichtig worden. Wij denken dat hierdoor de koers/winstverhouding van aandelen op korte termijn verder omlaag kunnen gaan. Bij een gelijkblijvende winst dalen hierdoor de aandelenkoersen. De koers/winstverhouding geeft aan hoeveel een belegger voor 1 eenheid winst wil betalen en of een aandeel duur is. Zo kan de koers van een aandeel hard gestegen zijn, maar als de winst nog harder is gestegen, dan is het aandeel feitelijk goedkoper geworden.

Historisch gezien liggen de koers/winstverhoudingen nu op een normaal niveau. Door de gestegen winsten en door de toegenomen onzekerheden de afgelopen maanden, is deze ratio het laatste jaar zelfs gedaald. Wij gaan er vanuit dat deze trend vooralsnog door kan zetten.



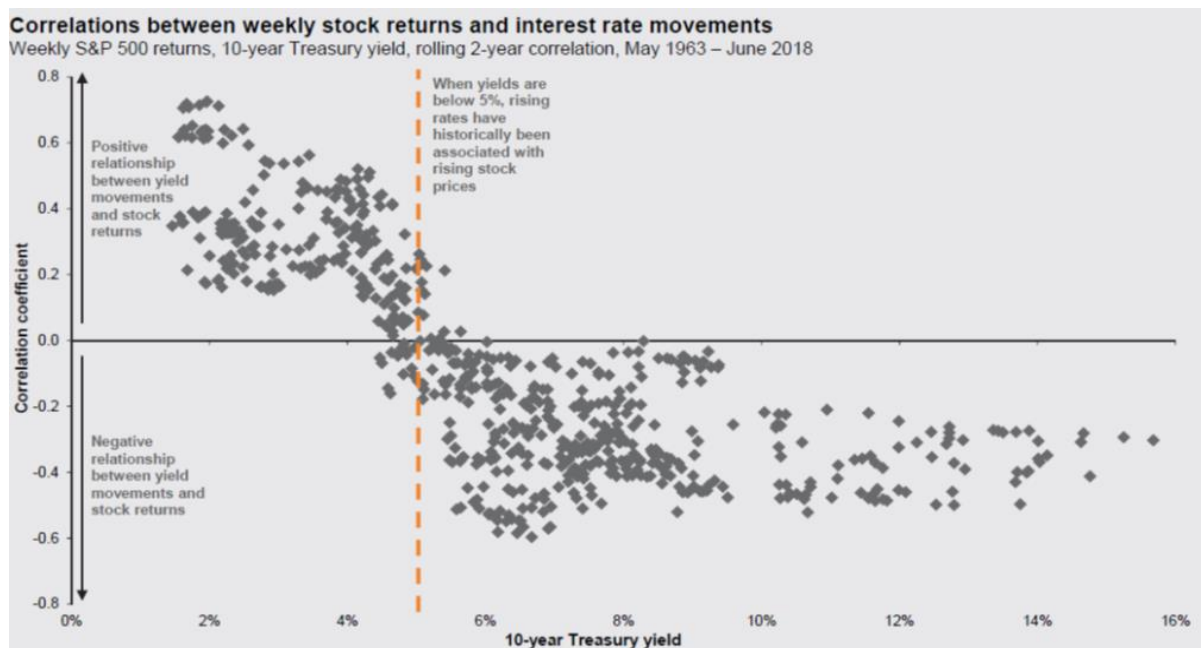
Bron: J.P. Morgan

Gegeven de degelijke macro economische vooruitzichten denken wij dat de toekomstige winsten verder zullen stijgen. Dit zal naar verwachting met name in de VS plaatsvinden. Deze stijgende winsten wegen uiteindelijk zwaarder dan het negatieve effect van een lagere waardering, waardoor beurzen per saldo zijwaarts / gematigd positief zullen bewegen.

Stijgende rente

Met name in Amerika is de rente behoorlijk aan het stijgen. De 2-jaars rente steeg dit jaar van 1,9 % naar 2,8 %. De 10-jaars rente in de VS steeg van 2,4 % naar 3,1 %. In Europa was er nauwelijks sprake van een stijging. Beleggers maken zich terecht zorgen over een stijgende rente. De leenkosten van ondernemingen en consumenten stijgen hierdoor, waardoor er minder geld overblijft voor

investeringen en consumptie. Daarnaast zorgt een hogere rente er voor dat de huidige waarde van de toekomstige winsten afneemt. In principe zorgen beide effecten ceteris paribus voor lagere koersen.



Bron: FactSet, Standard & Poor's, FRB en J.P. Morgan

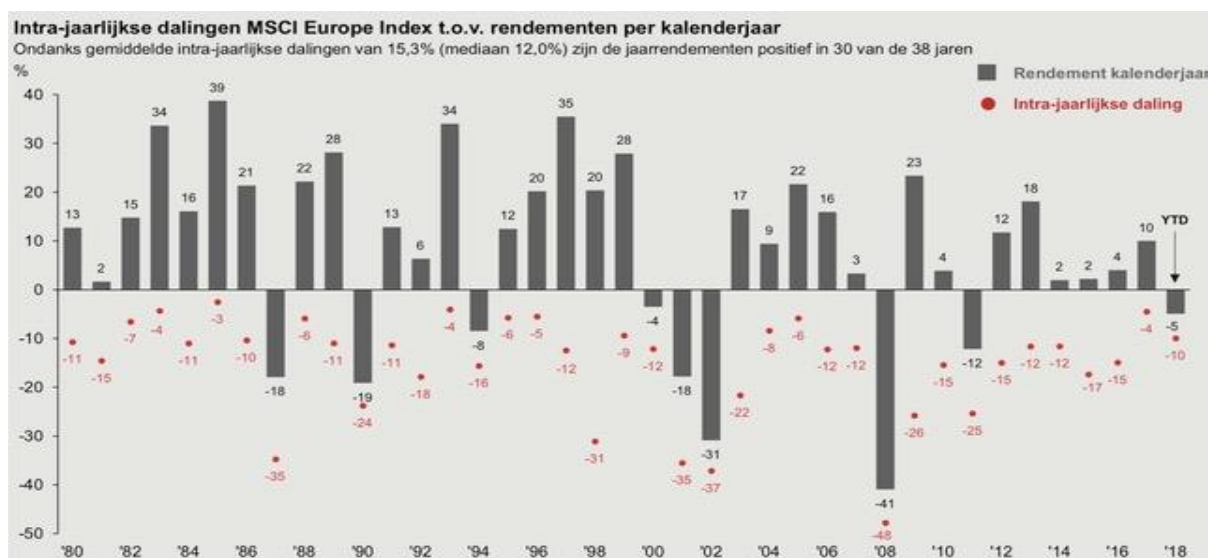
In de praktijk blijkt dat een stijgende rente niet altijd nadelig voor de aandelenmarkten hoeft te zijn. In bovenstaande grafiek is de verhouding tussen een stijgende 10-jaars rente en de gevolgen voor de aandelenmarkt weergegeven. Sinds 1963 blijkt dat als de 10-jaars rente lager is dan 5 % en vervolgens stijgt, dit een positief effect heeft op de aandelenmarkt. Dit komt omdat de hogere rente veroorzaakt werd door een groeiende economie. Pas als de lange rente al hoog is (boven de 5 %) en vervolgens nog verder stijgt, dit tot een daling op de beurs leidt. Gegeven de huidige lange rente van 3,1 % maken wij ons nog niet al te druk over een verder stijgende rente.

De stijgende rente is uiteraard wel nadelig voor obligaties, aangezien de koersen van obligaties tegengesteld bewegen aan de rente. Een stijgende rente zorgt voor dalende obligaties koersen. Gegeven onze verwachting dat de economie robuust blijft en hiermee rentestanden (beperkt) toenemen, zijn wij terughoudend met het beleggen in obligaties.

Terugkeer van volatiliteit

De afgelopen jaren was het zeer rustig op de beurzen. Er waren nauwelijks tussentijdse grote correcties. Normaliter kent elk jaar echter moeilijke periodes, waarbij de koersen tussentijds fors kunnen corrigeren. Het is lastig om deze correcties te voorspellen, maar koersdalingen in de dubbele cijfers horen er in de meeste jaren nu eenmaal bij. Nadat de paniek is gaan liggen, treedt er vaak ook

weer een herstel op. In onderstaande grafiek hebben wij de jaarrendementen van de Europese beurs afgebeeld. De rode punten staan voor het dieptepunt dat de markt in dat jaar heeft bereikt. In bijna alle jaren is de markt negatief geweest (zie de rode punten), terwijl in veel gevallen de markt in dat jaar met winst sloot. Een terugval op de aandelenmarkt is met andere woorden vaker wel dan niet een kans en geen reden om te verkopen.



Bron: J.P. Morgan

Hoewel wij gematigd positief zijn over de (middel)lange termijn vooruitzichten van de aandelenmarkten, denken wij wel dat de politieke onzekerheden vooralsnog tot heftige uitslagen zal leiden. De beweeglijkheid neemt hierdoor toe. Om deze beweeglijkheid het hoofd te bieden hebben wij recent de kaspositie opgehoogd en waar mogelijk extra callopties verkocht om verdere bescherming te realiseren.

Conclusie

Wij denken dat de meeste zorgen die beleggers nu hebben op termijn naar de achtergrond zullen verdwijnen. Wij gaan er wel vanuit dat de toegenomen politieke onrust (en de stijgende rente) tot lagere waarderingen leiden en dat de beurs heftiger zal fluctueren dan in het recente verleden. Op de middellange termijn verwachten we echter dat het handelsconflict zal worden opgelost en de focus weer richting economie, waardering van aandelen en bedrijfswinsten verschuift. Aangezien de economische toekomstige groei en hiermee ook de toekomstige bedrijfswinsten er degelijk uitziet en aandelen historisch gezien zeker niet duur zijn, zal dit op termijn ook weer tot stijgende koersen leiden.



Mocht u over bovenstaande nog vragen hebben, aarzel dan niet om contact met ons op te nemen.

Met vriendelijke groet,

Richard de Jong



Thomas Schets

