

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

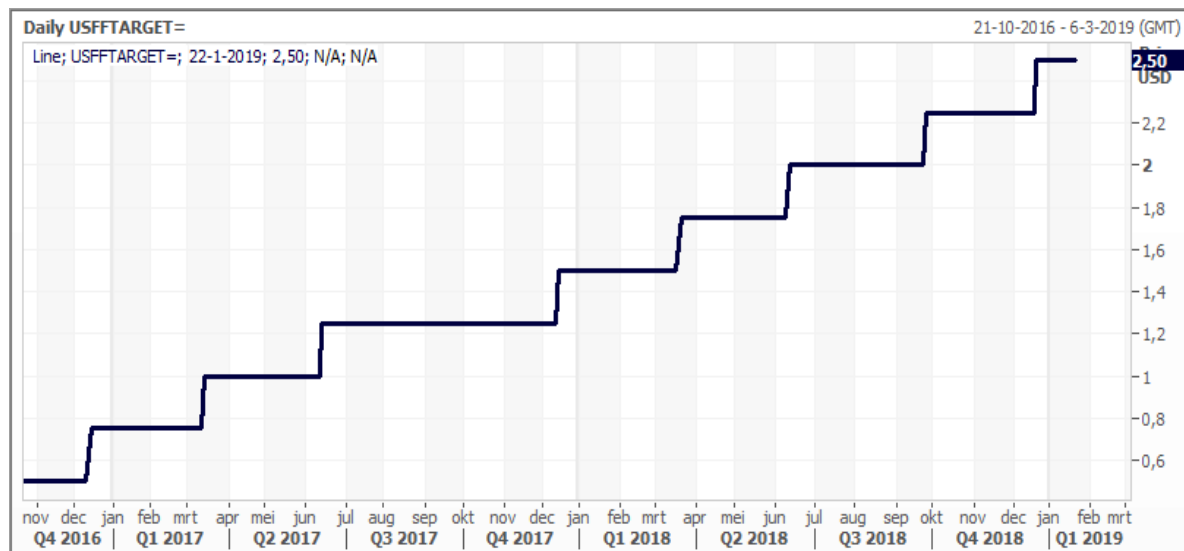
Terugblik 2018

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

1) Negatieve rendementen 2018

De laatste maanden van 2018 zijn de wereldwijde aandelenmarkten bijzonder hard gedaald. Zo was de decembermaand in de VS de slechtste beursmaand sinds 1931. Als we kijken naar de redenen waarom de beurzen de afgelopen maanden met 10 tot 20 % zijn gedaald, dan zijn daar drie belangrijke oorzaken voor.

- 1) Een belangrijke reden voor de daling in de VS en daardoor ook in Europa is het feit dat de Fed (centrale bank van de VS) de korte rente bijzonder snel aan het verhogen is. In 2017 heeft de Fed de rente drie keer verhoogd en in 2018 heeft de Fed vier keer de korte rente met 0,25 % per keer verhoogd. Hierdoor nemen de leenkosten van consumenten en bedrijven toe. Dit is uiteraard slecht nieuws voor de economie en hiermee de aandelenbeurs.

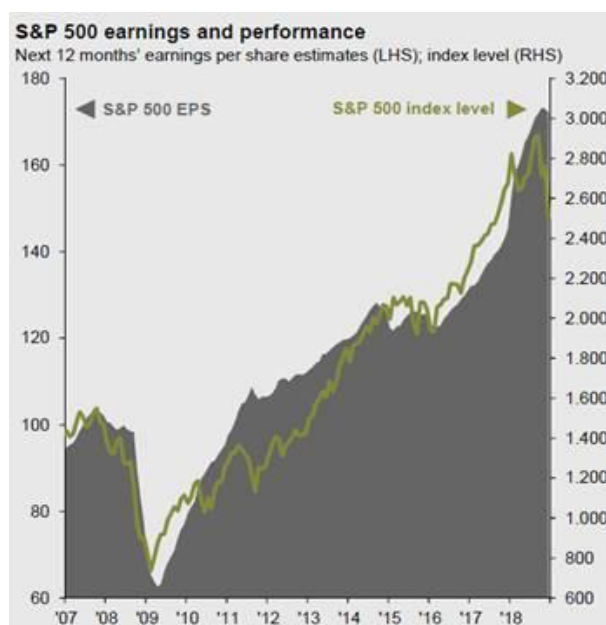


Begin dit jaar heeft de Fed echter aangegeven dat zij dit jaar wellicht de korte rente minder snel zal verhogen en dat zij de negatieve reacties op de beurs meer mee zullen nemen in hun beslissing. Juist deze opmerking zorgde de afgelopen maand voor een opluchttingsrally. De markt gaat er nu vanuit dat dit jaar de korte rente niet omhoog zal gaan.

- 2) Daarnaast speelt uiteraard het handelsconflict tussen China en VS een negatieve rol. Hoewel beide landen hebben afgesproken de importtarieven niet te verhogen en uit te breiden, hebben

de huidige importtarieven die vorig jaar zijn ingevoerd wel degelijk een negatief effect op de economie in beide landen. Zo valt uit de meest recente cijfers op te maken dat de economische groei in China daadwerkelijk aan het afnemen is. Ook de Duitse autobouwers en Apple zijn met winstwaarschuwingen gekomen waarbij de ondernemingen expliciet verwijzen naar het handelsconflict. Hoewel het onzeker is of beide landen er uit gaan komen, is het onze inschatting dat beide landen daadwerkelijk een deal willen. De Chinese economie heeft er te veel last van en Trump wil waarschijnlijk ook een deal om dit aan zijn achterban te kunnen laten zien. De handelsovereenkomsten met Mexico en Canada waar Trump eerst ook een handelsconflict mee had, wijzen hier ook op. Inhoudelijk is er weinig veranderd, maar hij kon wel laten zien dat hij voor de Amerikaanse werknemers een betere deal heeft weten te realiseren.

- 3) Hoewel er dus wat lichtpuntjes zijn te ontdekken betreffende bovenstaande punten, hebben deze zaken er wel mede voor gezorgd dat de wereldwijde economische groei begint af te nemen. Dat de wereldwijde economische groei afneemt is op zich ook niet raar, aangezien de economie al bijna 10 jaar lang aan het groeien is. Een correctie hoort er bij. Wel zorgt de lagere economische groei er voor dat de winsten dit jaar waarschijnlijk minder hard zullen stijgen. En hoewel op dag basis het sentiment een grote rol speelt, leert onderstaande grafiek ons dat de relatie tussen de winstgroei en de aandelenkoers bijzonder groot is. Hoe hoger de winstgroei hoe beter de beurs en dalende winsten leiden ook tot dalende koersen.



Hoewel de economische groei aan het verminderen is, is de consensus verwachting dat een recessie vooralsnog niet aan de orde is. Kortom, de bedrijfswinsten zullen ook dit jaar weer toenemen, zij het beperkt. Bij een gelijkblijvende waardering (die nu al fors onder het langjarige gemiddelde ligt), leert bovenstaande grafiek ons dat dit in de meeste gevallen tot stijgende

beurskoers moet leiden. Wel gaan wij er vanuit dat vooral de groei in Europa zal afnemen. Met name in Duitsland, Italië en Frankrijk vallen de macro-economische cijfers steeds minder positief uit.

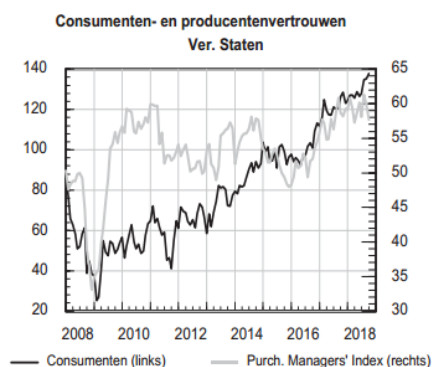
Economische vooruitzichten

Voordat wij ingaan op ons beleggingsbeleid staan wij eerst stil bij onze economische visie. Deze visie heeft namelijk gevolgen voor ons beleggingsbeleid. Ondanks de afzwakende economische groei in sommige regio's zal de wereldhandel in volume dit jaar naar verwachting met 4,1% stijgen (bron : FDA jan. 2019). Echter op regionaal niveau verwachten wij aanzienlijke verschillen.

1. Vooruitzichten VS

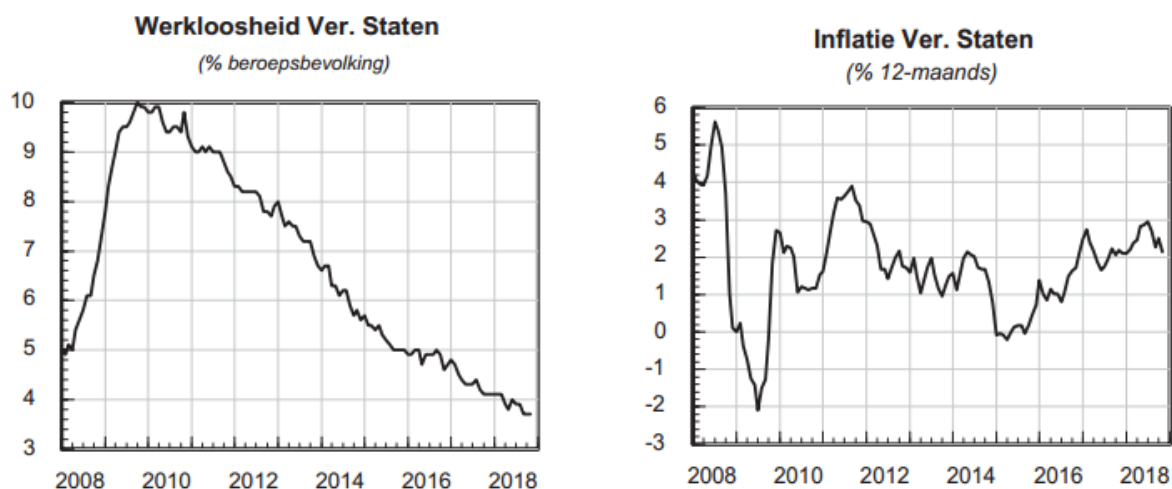
De economische ontwikkelingen in Amerika blijven naar verwachting robuust met een verwachte groei voor de komende jaren van 2,5 %. In 2018 is de groei, mede door de belastingverlagingen van Trump, nog wat groter geweest met 2,9 %. Verwacht wordt dat de lagere belastingen nog lang een effect zullen hebben op de economische groei.

De werkloosheid ligt inmiddels ruim onder het niveau van voor de crisis. Het gemiddeld uurloon loopt hierdoor, en ook door het feit dat recent een aantal grote werkgevers het minimumloon flink heeft verhoogd (bijvoorbeeld Amazon en Wal-Mart), behoorlijk op. Dit stelt de consument in staat meer te consumeren. Uiteindelijk bepalen deze consumptieve bestedingen voor circa 70 % de economische groei in Amerika.



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.

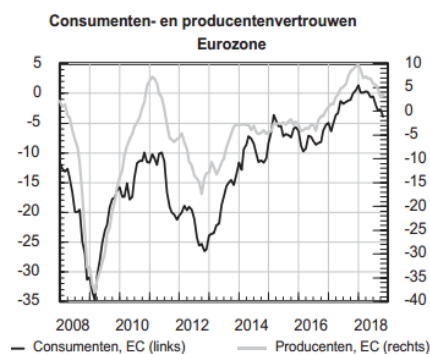
Een belangrijk punt van aandacht is overigens wel dat de inflatie inmiddels is opgelopen tot boven de 2%. Vorig jaar lag het inflatiepeil zelfs dicht bij de 3 %. Door zowel het handelsconflict (importheffingen), de krappe arbeidsmarkt (stijgende lonen) en de belastingverlagingen van Trump verwachten wij dat er opwaartse druk op de inflatie zal blijven.



Bron: FDA

2. Vooruitzichten Europa

Na een uitbundige economische groei in 2017 van 2,4 %, is de groei in 2018 uitgekomen op 1,4 %. De consensus verwachting is dat de groei dit jaar ook op 1,4 % zal uitkomen. Hiermee blijft de groei van Europa fors achter op Amerika, die ruim 2,5% zal groeien.



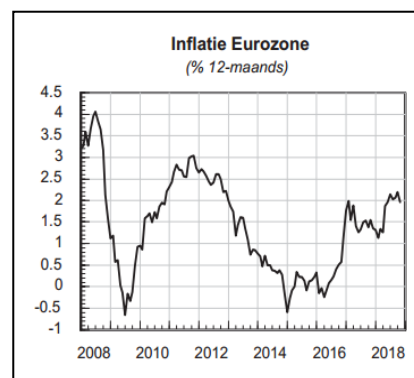
Grote onzekerheid is de Duitse automobielsector, die last heeft van de dalende groei in China. Deze sector is de groeimotor van Europa en hier is wat zand in de motor gekomen. Positief is dat ondanks de daling gedurende de afgelopen maanden, zowel het consumenten- als het producentenvertrouwen, nog wel op een relatief hoog niveau ligt. Deze vertrouwensindicatoren bewegen nog steeds rondom het hoogste niveau sinds 2007.

Ook in Europa is sprake van dalende werkloosheid en stijgende uurlonen. Langzaam maar zeker loopt de inflatie op richting 2%, het richtpunt van de ECB.



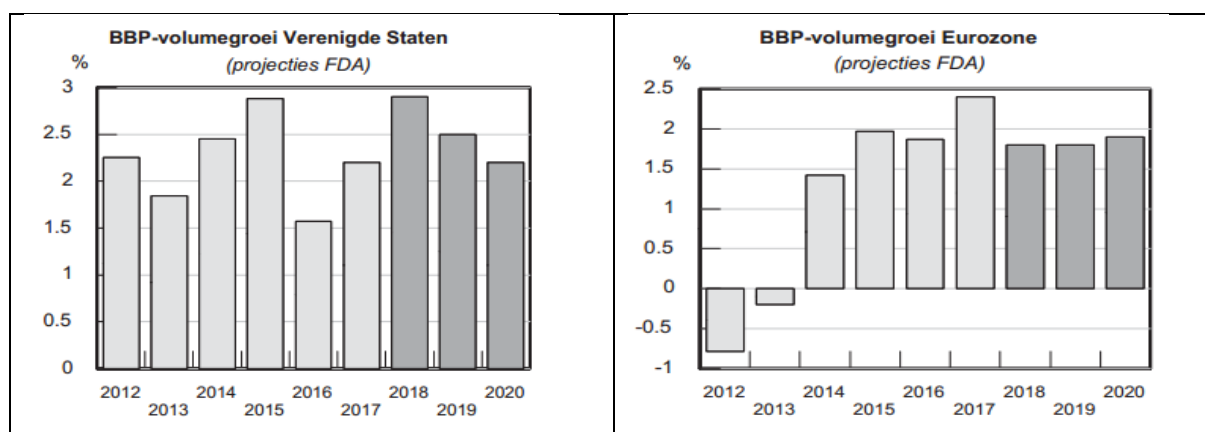
VAN LIESHOUT & PARTNERS

VERMOGENSBEHEER



Per eind 2018 is de ECB gestopt met het opkopen van obligaties. Vooralsnog gaat de ECB nog wel door met het herinvesteren van de aflossingen en rentebetalingen. Per saldo wordt de vraag naar obligaties hiermee kleiner en verwachten wij dat daardoor de lange rente langzaam zal oplopen. De korte rente blijft voorlopig op een laag niveau liggen, de verwachtingen voor een eerste renteverhoging door de ECB zijn inmiddels vooruitgeschoven richting eind 2019, begin 2020.

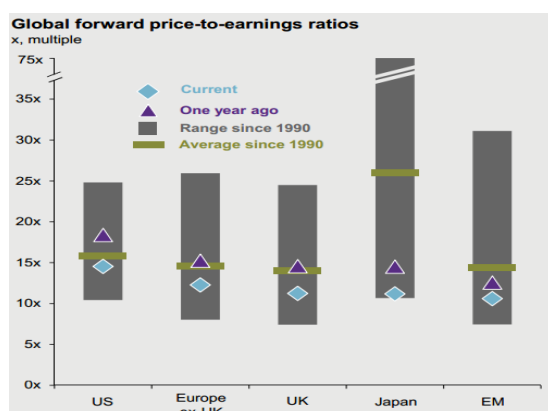
Risicofactoren voor de economische ontwikkelingen zijn met name politiek van aard. De onzekerheid rondom het Amerikaanse handelsbeleid, de voortdurende spanningen rondom de Brexit, de onvoorspelbaarheid van de Euro sceptische Italiaanse regering, het optreden van de 'gele hesjes' en de Europese verkiezingen van mei 2019. Wij gaan er vanuit dat het handelsconflict wordt opgelost en dat de gevolgen van de Brexit voor met name de Amerikaanse economie mee zullen vallen. Specifieke bedrijven en bedrijfstakken uit met name de Eurozone zullen naar verwachting meer hinder ondervinden van de naderende Brexit. De andere genoemde risicofactoren hebben uiteindelijk naar verwachting geen grote gevolgen voor de reële economie.



Beleggingsbeleid

De daling op de wereldwijde aandelenbeurzen heeft geleid tot waarderingen die veelal op het laagste niveau van de afgelopen vijf jaar zijn aanbeland. Dit houdt in dat er al relatief veel slecht nieuws is ingeprijsd. Op basis van waarderingen zijn vooral de Emerging Markets aantrekkelijk geprijsd.

Eind 4^e kwartaal 2018

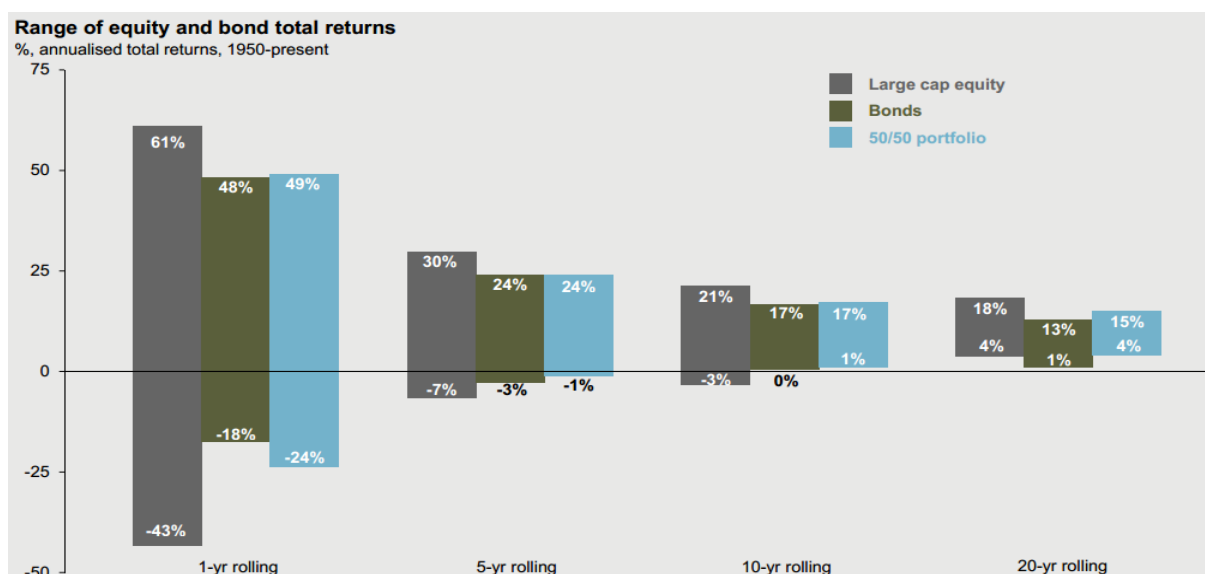


Zoals eerder beschreven zijn, ondanks de diverse genoemde risico's, de economische vooruitzichten (afzwakking, maar geen recessie) relatief gunstig. Het renteklimaat is minder ondersteunend dan in het verleden, maar wij gaan er van uit dat verwachte (beperkte) stijgingen van de lange rente geen grote bedreiging vormen voor het bedrijfsleven. De vooruitzichten voor de bedrijfswinsten zijn minder goed dan in het recente verleden, maar nog steeds positief (8% verwachte groei voor 2019). Bij gelijkblijvende waarderingen zal een stijging van de (verwachte) winst ook tot koersstijgingen leiden.

Terugkeer van volatiliteit

In onze vorige nieuwsbrief gaven we reeds aan dat elk jaar normaliter moeilijke periodes kent, waarbij de koersen tussentijds fors kunnen corrigeren. Helaas is dit in het vierde kwartaal nadrukkelijk 'aangetoond'. Het is lastig om deze correcties te voorspellen, maar koersdalingen in de dubbele cijfers horen er in de meeste jaren nu eenmaal wel bij. Naarmate de onrust afneemt, treedt er vaak ook weer een herstel op.

Wij zijn van mening dat een goed gespreide portefeuille op langere termijn voldoende beloning op zal leveren voor het genomen (aandelen)risico. Vooral op korte termijn, zoals recent in het vierde kwartaal, worden de risico's (negatief rendementen) vaak zichtbaar. Echter, naarmate de beleggingshorizon langer wordt, wordt ook de bandbreedte waarbinnen het rendement zich beweegt ook aanzienlijk kleiner. In onderstaande grafiek zijn, voor de Amerikaanse beurs (1950 – heden), de bandbreedtes afgebeeld waarbinnen het rendement op aandelen en obligaties heeft bewogen op een respectievelijk 1, 5, 10 en 20 jaars termijn. Hierin wordt duidelijk zichtbaar dat het verliesrisico op aandelen aanzienlijk kleiner wordt indien de beleggingstermijn langer wordt.



Bron: J.P. Morgan

Conclusie

Wij denken dat de meeste (politieke) zorgen die beleggers nu hebben op termijn naar de achtergrond zullen verdwijnen. Wij gaan er wel van uit dat de toegenomen beweeglijkheid de beurs parten zal blijven spelen. Op de middellange termijn verwachten we dat de focus van beleggers weer richting economie, waardering van aandelen en bedrijfswinsten verschuift. Aangezien de waarderingen laag zijn en wij positief zijn over (Amerikaanse) bedrijfswinsten verwachten wij dit jaar een wereldwijd herstel op de (Amerikaanse) beurzen. Mede hierom hebben wij het gewicht van de beleggingen in Amerika verhoogd ten kosten van het gewicht dat wordt belegd in Europa.

Richard de Jong



Thomas Schets

