

**In onze eerste nieuwsbrief nieuwe stijl willen wij terugblikken op het afgelopen kwartaal, lichten wij ons beleggingsbeleid nader toe en uiteraard geven wij onze visie op de financiële markten.**

### **Terugblik tweede kwartaal 2017**

Voordat wij in zullen gaan op ons beleggingsbeleid en onze visie, blikken wij eerst terug op het afgelopen kwartaal. Welke ontwikkelingen hebben de beurzen doorgemaakt in de afgelopen drie maanden, welke rol heeft de koersbeweging van de dollar gespeeld en hoe groot is de invloed van de “grote 5” (Google, Amazon, Apple, Microsoft en Facebook) op de prestaties van de Amerikaanse beurs?

#### *1) Daling van de dollar*

De meest in het oog springende beweging in het afgelopen kwartaal was de forse daling van de dollar (t.o.v. de euro). Dit terwijl de consensus begin dit jaar nog was dat de dollar zou gaan stijgen. Immers, de centrale bank van Amerika (de Fed) is al verder in de cyclus met het verhogen van de rente dan de ECB alhier. Hierdoor zou het renteverschil groter worden en dus zou de dollar moeten aantrekken. Vanwege het uitblijven van de door Trump aangekondigde stimuleringen en belastingverlagingen is dit niet gebeurd. Na in het eerste kwartaal al met 3 % te zijn gedaald, is er in het tweede kwartaal nog eens bijna 6 % van de koers afgegaan. Begin dit jaar noteerde de dollar 0,955 ten opzichte van de euro om aan het einde van het tweede kwartaal te sluiten op een koers van 0,875.

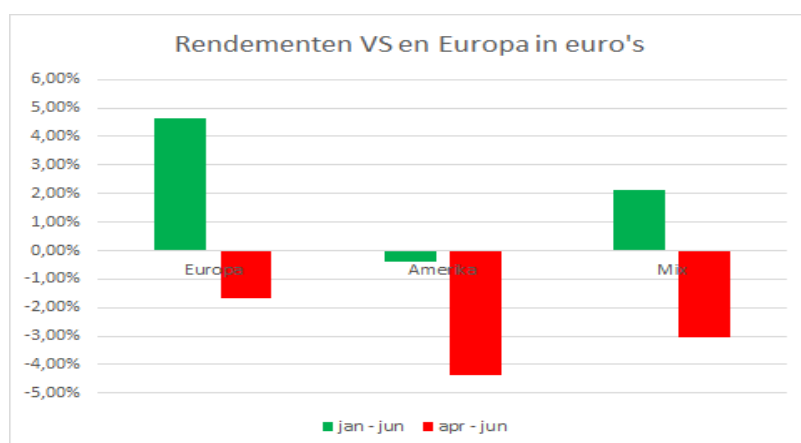


*Bron: Reuters*

#### *2) Tweede kwartaal minder positief dan eerste kwartaal*

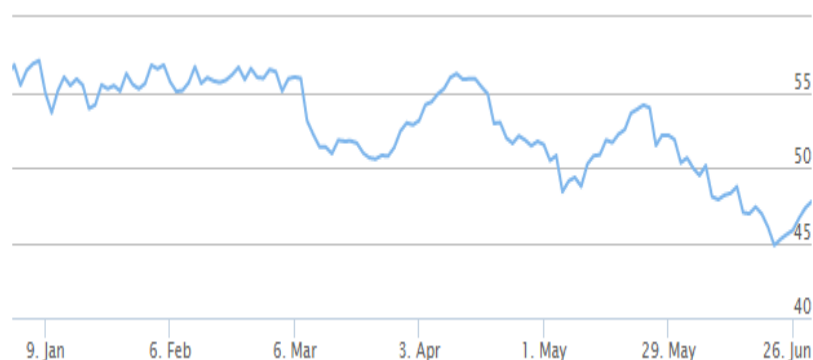
De stemming op de financiële markten was het tweede kwartaal minder positief dan in de eerste drie maanden van dit jaar. Een grote correctie als gevolg van politieke onzekerheden (verkiezingen in Frankrijk en Nederland) is gelukkig wel uitgebleven. De Europese markten (Eurostoxx-50) zijn in het tweede kwartaal met 1,7 % gedaald. Het rendement dit jaar kwam hierdoor uit op 4,5 %. In dollars gemeten liet de Amerikaanse beurs een degelijk rendement zien (8,3 % in 2017). Aangezien wij in euro's rapporteren, moeten wij het dollar rendement van Amerikaanse beleggingen omrekenen naar

euro's. Zoals uit bovenstaande grafiek blijkt, is de dollar zowel in het eerste als in het tweede kwartaal gedaald. Dit heeft grote gevolgen gehad voor het omrekenen van het dollar rendement naar het rendement in euro's. De S&P 500 in de VS steeg in euro's in het eerste kwartaal nog met 4,2 %, terwijl in het tweede kwartaal de Amerikaanse beurs gemeten in euro's met 4,4 % daalde. Per saldo leverde de Amerikaanse beurs dit jaar een rendement op van - 0,4 % in euro's. Een portefeuille die voor de helft uit Europese en voor de helft uit Amerikaanse aandelen bestaat, liet hiermee een positief rendement van 2,1 % zien.



### 3) Daling van de olieprijs

Naast de dollar heeft ook de olieprijs een forse daling achter de rug. Gedurende het tweede kwartaal is de koers met ruim 9 % teruggevallen. Over heel 2017 is de olieprijs met 15,7 % gedaald. De daling van de olieprijs was ook de voornaamste reden dat grote oliemaatschappijen, die zwaar wegen in de verschillende indices, in koers daalden. Zo daalde Koninklijke Olie met 10,6 % en Total met 11,1 %.



Bron: Reuters

### 4) Invloed van de "grote 5"

In Amerika is een beperkt aantal ondernemingen die in hoofdlijnen de richting van de beurs bepaalt. Deze vijf aandelen worden in de media vaak de "grote 5" genoemd en bestaan uit: Google, Amazon, Apple, Microsoft en Facebook. Zoals wij hierboven al hebben beschreven, steeg de Amerikaanse beurs in dollars met 8,3 %, maar daalde de beurs met 0,4 % als we het rendement omrekenen naar euro's.

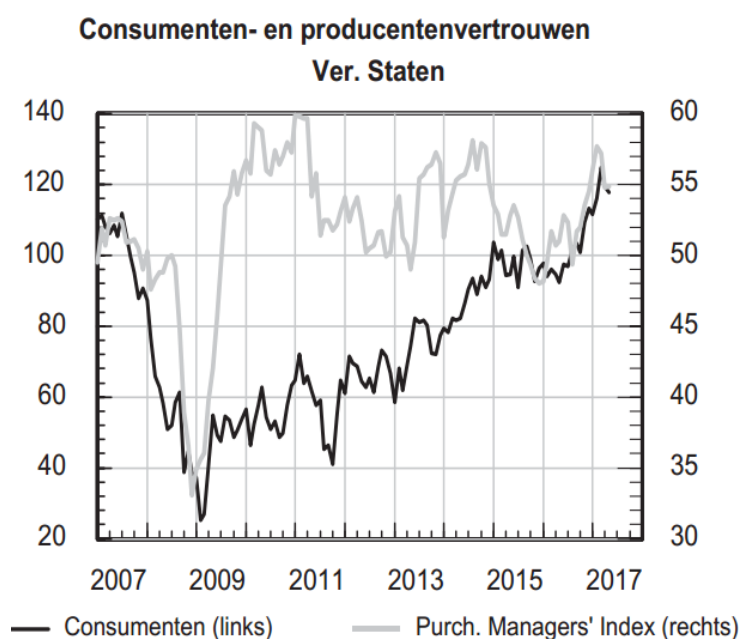
Zonder de positieve invloed van deze “grote 5” was het rendement in Amerika een stuk slechter. Als we deze aandelen uit de index halen, dan liet de S&P 500 in euro’s gemeten dit jaar een negatief rendement van 7 % zien. Dit betekent dat de positieve beurs in de VS niet breed gedragen is.

### Economische vooruitzichten

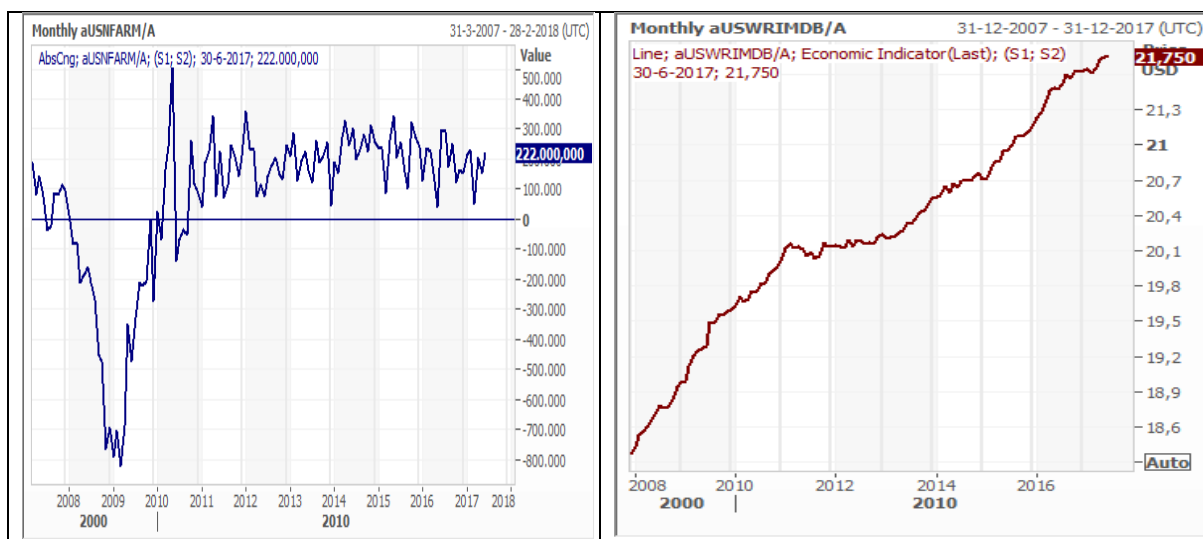
Voordat wij ingaan op ons beleggingsbeleid, is het raadzaam om eerst stil te staan bij onze economische visie. Deze visie heeft namelijk gevolgen voor ons beleggingsbeleid (meer of minder in cash; meer of minder beleggen in de VS).

#### 1) Vooruitzichten VS

Hoewel de economische groei in de VS degelijk is, zien wij wel een aantal mogelijk donkere wolken. Zo dalen de autoverkopen inmiddels al enige tijd en staat ook de bezettingsgraad onder druk. Daar komt nog eens bij dat zowel het consumenten- als het producentenvertrouwen dalen. Ondanks deze daling blijft het vertrouwen op een hoog niveau.



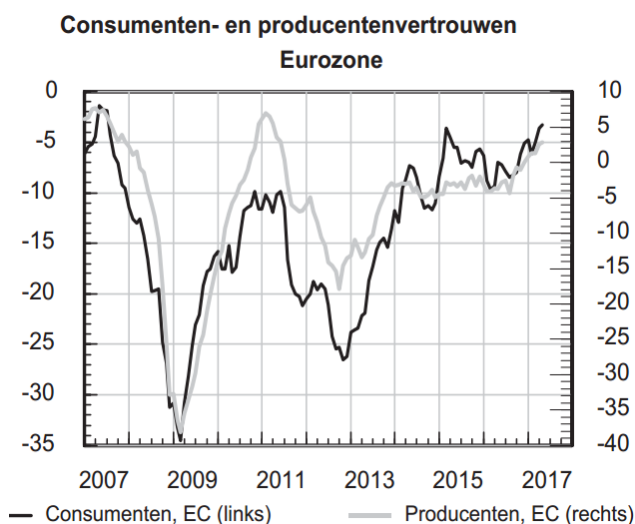
Positief is dat het gemiddeld uurloon en het aantal banen nog doorstijgen. Hoe hoger het loon en hoe meer banen, hoe hoger de mogelijke consumptie en hoe hoger de economische groei. Uiteindelijk bepaalt de Amerikaanse consument voor 70 % de ontwikkeling van de Amerikaanse economie. Het gemiddelde Amerikaans uurloon is recentelijk gestegen naar \$ 21,75. In juni kwamen er weer 220.000 nieuwe banen bij. Sinds de crisis in 2008 en 2009 weet de Amerikaanse economie gemiddeld 185.000 nieuwe banen per maand te creëren.



Bron: Van Lieshout & Partners NV

## 2) Vooruitzichten Europa

In Europa kan de economische groei zelfs nog wat versnellen, nu ook landen als Spanje en Portugal weer een positieve bijdrage leveren. Zowel het consumenten- als het producenten vertrouwen stijgt nog steeds. Deze vertrouwensindicatoren bevinden zich op het hoogste niveau sinds 2007. Daarnaast daalt de werkloosheid gestaag. De economische groei wordt met name gedragen door binnenlandse bestedingen, maar de laatste kwartalen draagt ook de netto-export weer positief bij.



De huidige inflatie ligt nog steeds onder de doelstelling, 2 % geldontwaarding per jaar, van de ECB. Recentelijk is de inflatie wel licht gestegen. Dit valt echter grotendeels te verklaren door het 'energie-effect'. Hoewel de olieprijs dit jaar fors is gedaald, is de olieprijs nog wel hoger dan in de eerste helft van vorig jaar. De komende maanden verslechtert deze vergelijking, waardoor het waarschijnlijk is dat de inflatie weer zal afnemen. Ook voorzien wij nog geen grote impact van loonstijgingen op de inflatie. Op basis hiervan zal de ECB op zijn vroegst in 2018 het monetaire beleid gaan verkrappen. Iets wat in

Amerika al wel langer aan de gang is. De Fed heeft recent weer de korte rente verhoogd. Mogelijk volgt er later dit jaar, in december, opnieuw een renteverhoging met 0,25 %. Uiteraard hangt dit samen met de economische ontwikkelingen in de komende maanden. Per saldo verwachten wij zowel voor de korte rente (geldmarkt) als de lange rente (kapitaalmarkt) in Amerika en Europa licht oplopende percentages.



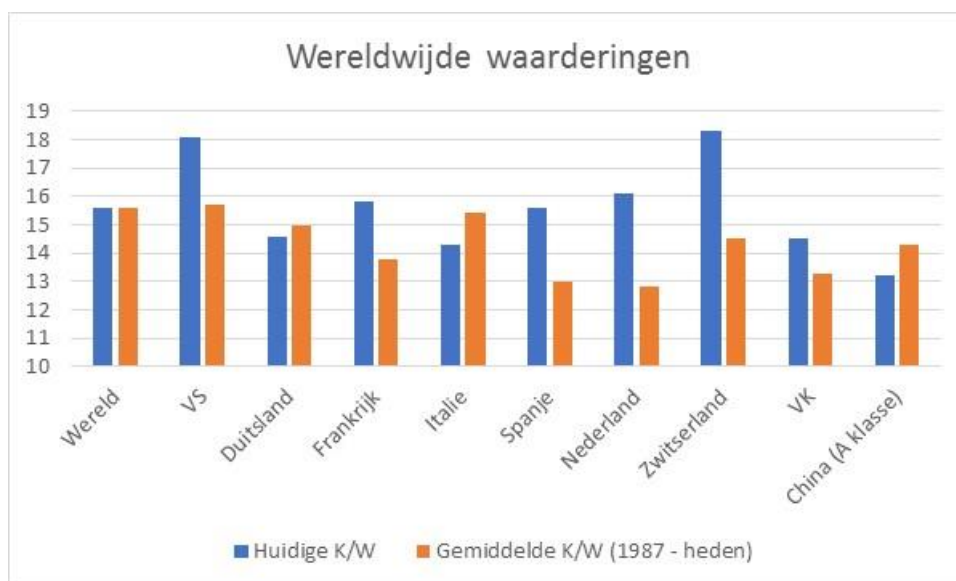
*Blauwe lijn: 10-jaars rente VS*

*Groene lijn: 10-jaars rente Duitsland*

Wat betreft de ontwikkeling van de dollar verwachten wij dat de forse daling van dit jaar geen vervolg krijgt in de laatste twee kwartalen van 2017. Het meest waarschijnlijk scenario is toch een (licht) aansterkende dollar, gebaseerd op het krappere wordende (rente verhogend) monetaire beleid van de FED.

### Beleggingsbeleid

Hoewel de macro-economische vooruitzichten positief zijn, zijn de wereldwijde koersen en waarderingen ook opgelopen. De vraag is of er hiermee nog ruimte is voor verdere groei. Een belangrijke prijsbepaler voor de lange termijn is de verwachte koers/winstverhouding. Deze verhouding 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. In onderstaande grafiek hebben wij de verwachte koers/winstverhouding afgebeeld van verschillende landen. Wat opvalt is dat vooral de waarderingen in de VS en Zwitserland (beide circa 18) hoog zijn. Ook historisch gezien zijn Amerikaanse aandelen duurder aan het worden. In Europa liggen de koers/winst verhouding rond de 15, redelijk in overeenstemming met de afgelopen 30 jaar. Op basis van waarderingen is Europa hiermee aantrekkelijker.



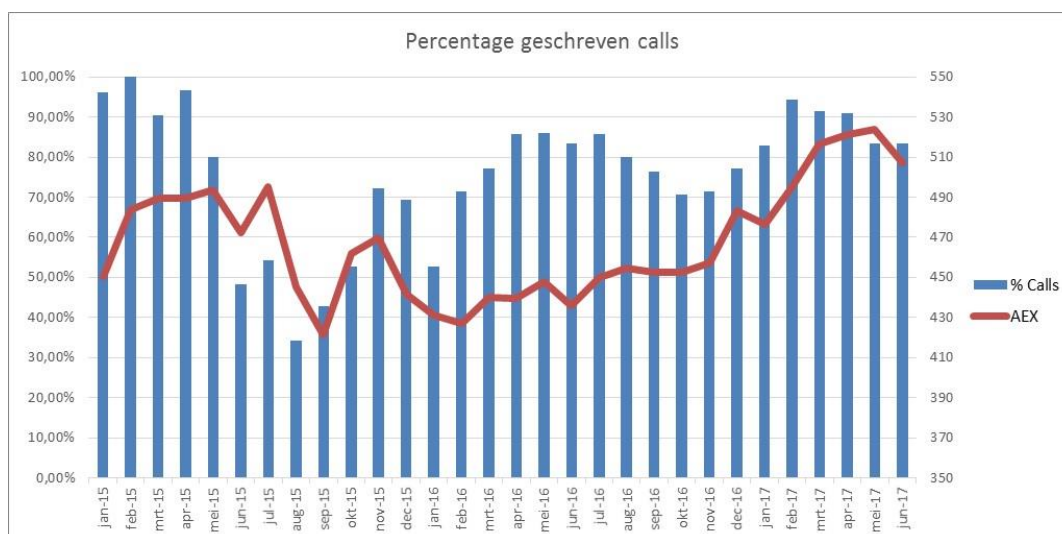
Bron: ECR

Vanwege de hogere waardering, de iets minder positieve economische vooruitzichten (zoals hiervoor beschreven) alsmede het grotere politieke risico blijven wij onderwogen in Amerika. Europa blijft onze voorkeur houden wat tot uiting komt in onze overwogen positie.

Op sector niveau blijven wij in de individuele aandelenportefeuille overwogen in de meer defensieve sectoren. Wij zijn overwogen in de sectoren: Basis consumtengoederen; Luxe consumtengoederen en Industrie. Daarentegen hebben wij mede op basis van waarderingen een onderweging aangebracht in de sectoren: Financieel en IT.

Binnen de gematigd offensieve portefeuille hebben wij op ruim 80 % van de aandelen calls opties verkocht. In de onderstaande grafiek hebben wij het percentage verkochte calls (blauwe kolommen) afgezet tegen het koersverloop van de AEX (rode lijn). Het percentage varieert in de tijd tussen de 34 % en 100 %. Gemiddeld genomen bedraagt het percentage geschreven calls overigens 75 %.





De relatief hoge waarderingen zorgen er voor dat het opwaarts potentieel, ondanks de goede economische cijfers, beperkt zal zijn. Gegeven de huidige lage rentestanden en onze verwachting dat de rente zal gaan stijgen, zijn obligaties wat ons betreft momenteel geen reëel alternatief voor een aandelenbelegging. De vraag naar aandelen zal daardoor hoog blijven, waardoor wij ook geen grote daling verwachten. Wij gaan voor de komende periode uit van een zijwaartse markt. Bij gelijkblijvende valuta zal het te ontvangen dividend en de opbrengst van de verkochte call opties voor het rendement zorgen.

### Tijd zijn werk laten doen

Hoewel de beurs op korte termijn grillig kan zijn, laten de wereldwijde beurzen op lange termijn een mooie stijging zien. Beleggers doen er daarom verstandig aan om de portefeuille niet continue aan te passen aan korte termijn omstandigheden. Beleggen is immers geduld hebben.

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**

