



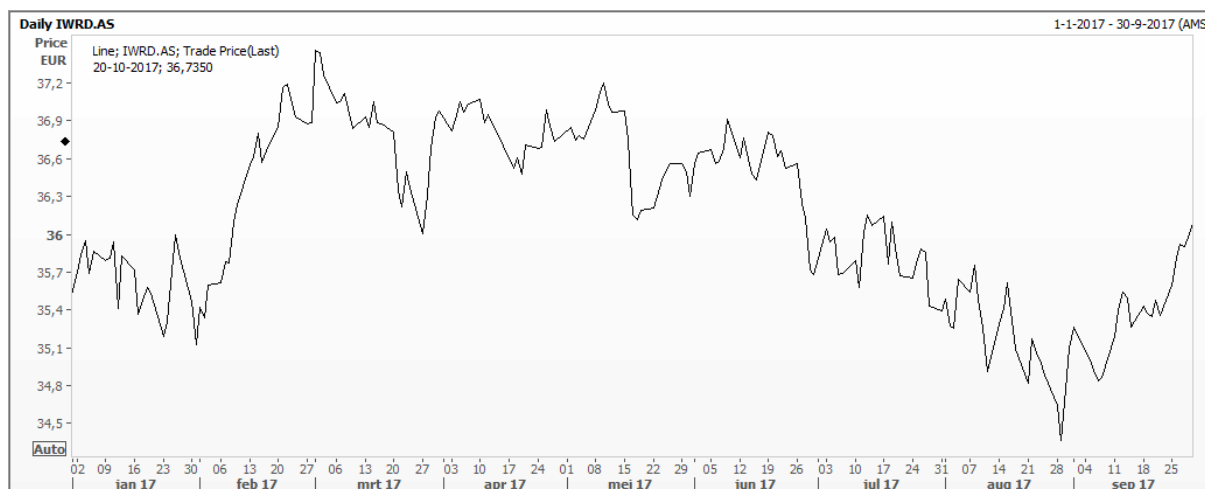
In onze tweede nieuwsbrief nieuwe stijl blikken wij terug op het afgelopen kwartaal, lichten wij ons beleggingsbeleid nader toe en presenteren wij onze visie op de financiële markten voor het komende kwartaal.

### Terugblik derde 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 zomermaanden, hoe heeft de koers van de dollar zich ontwikkeld, wat is er gebeurd met de olieprijs en wat heeft de rente gedaan?

#### 1) Licht herstel aandelenbeurzen

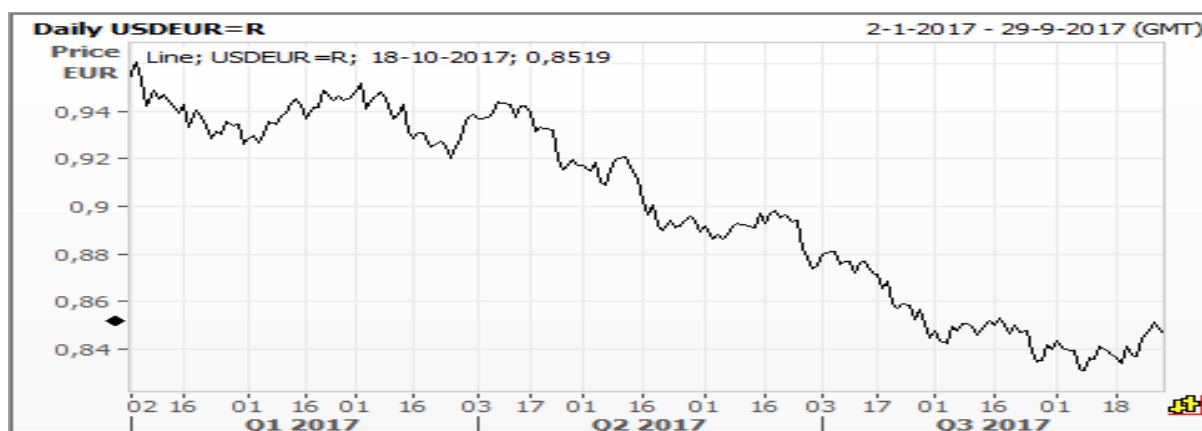
De stemming op de financiële markten was in het derde kwartaal positiever dan in het tweede kwartaal. Ondanks diverse politieke onzekerheden (de dreigende retoriek Amerika vs. Noord-Korea, interne Amerikaanse politieke onrust rondom president Trump, verkiezingen in Duitsland) zijn de beurzen wereldwijd in het derde kwartaal licht gestegen. De wereldindex voor aandelen (MSCI-World Index) liet over de afgelopen drie maanden een plus zien van 0,8 %. Over het tweede kwartaal was deze index juist met 3,5% gedaald. Het rendement van deze meest gebruikte benchmark over de eerste drie kwartalen van 2017 komt hiermee uit op 1,9 %.



Bron: Reuters

#### 2) Verdere daling dollar

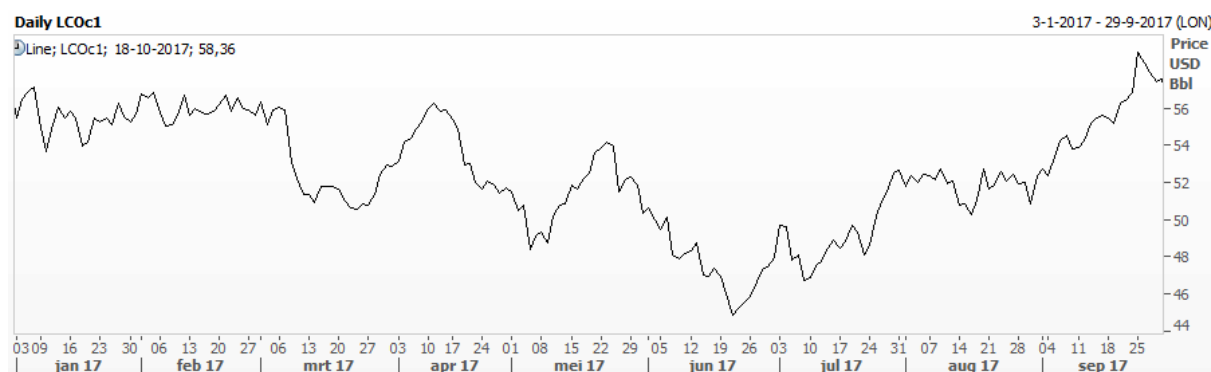
In het eerste half jaar heeft de dollar, zoals ook beschreven in onze vorige nieuwsbrief, een forse daling laten zien. Ook in de afgelopen drie maanden is de dollar weer verzwakt. Aan het begin van het derde kwartaal noteerde de dollar 0,875 ten opzichte van de euro om eind september te sluiten op een koers van 0,846. Per saldo resulteert dit een daling van 3,3 % over de afgelopen drie maanden. De daling van de dollar in de eerste 9 maanden komt hiermee uit op ruim 13 %.



Bron: Reuters

### 3) Herstel olieprijs

In tegenstelling tot de dollar is de olieprijs in het derde kwartaal wel hersteld van de flinke daling (-15,7%) in de eerste zes maanden van het jaar. In de afgelopen drie maanden is het eerdere verlies zelfs volledig weggewerkt. De forse stijging van de olieprijs heeft ook positief uitgekapt voor de koers van de grote oliemaatschappijen, die zwaar wegen in de verschillende indices. Zo steeg het Franse Total met 5 % en steeg Koninklijke Olie zelfs met ruim 10 %.



Bron: Reuters

### 4) Rente-ontwikkelingen

Per saldo heeft de Amerikaanse 10-jaars rente het afgelopen kwartaal nauwelijks bewogen. De actuele stand van 2,3 % betekent een beperkte stijging over de afgelopen drie maanden en een lichte daling gemeten vanaf het begin van dit jaar. Hiermee staat de Amerikaanse 10-jaars rente overigens, zoals ook blijkt uit onderstaande grafiek, nog ruim boven de Europese (Duitse) 10-jaars rente. Deze noteert per eind september 0,5 %. Hiermee is het renteverskil het grootst sinds begin juli.

### 10-jaars rente Duitsland



### 10-jaars rente VS

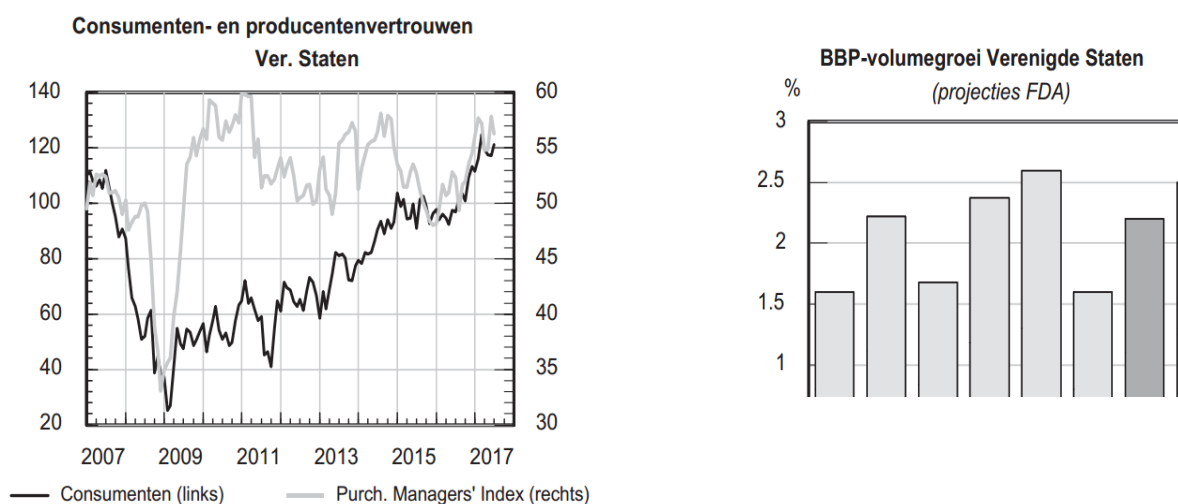


## Economische vooruitzichten

Voordat wij ingaan op ons beleggingsbeleid staan wij eerst stil 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

De economische ontwikkelingen in Amerika zijn robuust met een groei van 2 % - 2,5 %. Zowel het consumenten- als het producentenvertrouwen blijven op een hoog niveau liggen. De trend in de autoverkoop blijft wel dalend en ook de bezettingsgraad staat nog steeds onder druk.



Positief is dat het gemiddeld uurloon blijft stijgen en dat het aantal banen sinds de crisis met gemiddeld 180.000 per maand groeit. De daling van de werkgelegenheid (de eerste in 7 jaar) in september is met name toe te schrijven aan de impact van de twee orkanen Harvey en Irma. Overigens daalde het werkloosheidspercentage wel naar 4,2 %. Dit is het laagste niveau in ruim 16 jaar tijd.

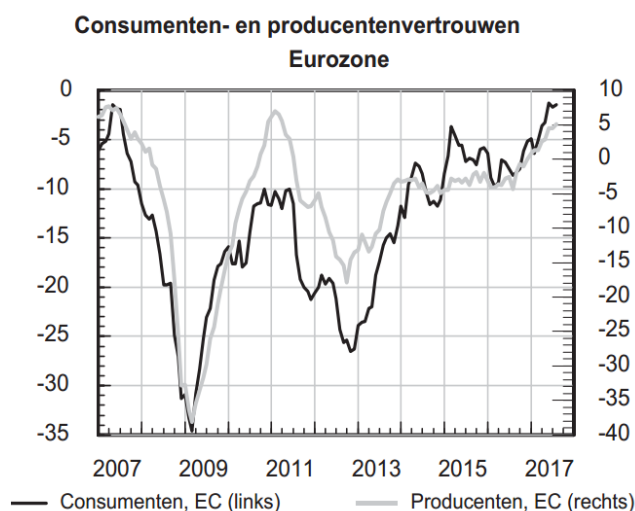
Het gemiddelde Amerikaans uurloon is inmiddels gestegen naar \$ 21,94. Hoe hoger het loon en hoe meer banen, hoe hoger de mogelijke consumptie en hoe hoger de economische groei. Uiteindelijk bepaalt de Amerikaanse consument voor 70 % de ontwikkeling van de Amerikaanse economie.

De Centrale Bank in de VS (de Fed) heeft ondanks grote onzekerheid omtrent de te verwachten inflatie, recent aangekondigd door te gaan met het voorzichtig verder verhogen van de korte rente. In december volgt waarschijnlijk de volgende renteverhoging. Daarnaast heeft de Fed besloten geen langlopende obligatie meer op te kopen. Daar komt nog eens bij dat de Fed vanaf volgend jaar ook steeds minder de aflossingen en rentebetaling van de opgekochte obligaties zal gaan herinvesteren. Dit betekent dat er een grote koper uit de markt zal gaan verdwijnen, waardoor de vraag naar obligaties zal afnemen.

Hierdoor is het aannemelijk dat koersen van obligaties zullen dalen en daarmee de langere rente zal gaan stijgen. Per saldo verwachten wij zowel voor de korte rente (geldmarkt) als de lange rente (kapitaalmarkt) in Amerika licht oplopende percentages.

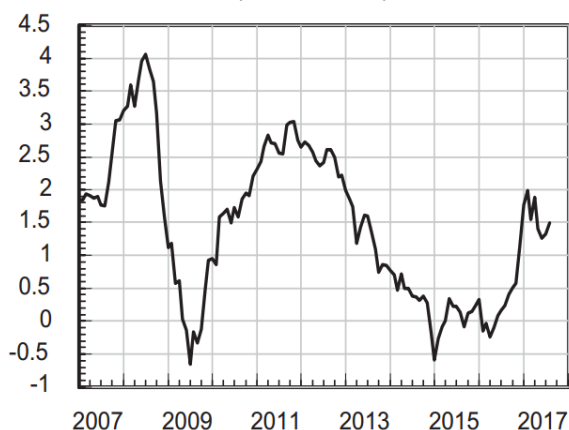
## 2) Vooruitzichten Europa

Net als in de Verenigde Staten zien de economische groeicijfers er in Europa goed uit. 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. Al licht deze nog steeds op een hoger niveau dan voor de crisis. Een mogelijke bedreiging voor het positieve economische plaatje is de dure euro. Echter, aangezien de economische groei nu, meer dan voorheen, met name wordt gedragen door binnenlandse bestedingen, schatten wij de impact van de dure euro lager in dan in het verleden.



De huidige inflatie ligt nog steeds onder de doelstelling van de ECB van 2 % geldontwaarding per jaar. Met een actuele inflatie van 1,5 % is het gevaar voor deflatie echter wel geweken. Met name de dure euro zorgt ervoor dat de inflatie achterblijft op de doelstelling. De ECB zal haar stimuleringsprogramma gaan afbouwen, waarbij ECB-president Mario Draghi recent liet weten dat „de bulk van de besluiten” over het stimuleringsbeleid in oktober wordt genomen.

**Inflatie Eurozone**  
(% 12-maands)



### 3) Vooruitzichten dollar

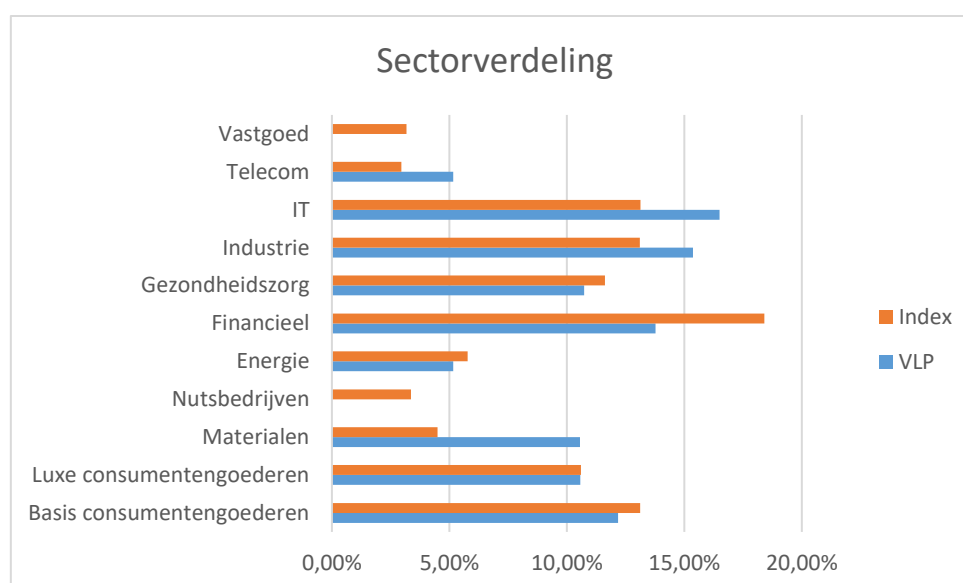
Aangezien de daling van de dollar dit jaar van grote invloed is geweest op de performance van de portefeuille, zullen wij in dit hoofdstuk stil staan bij de vooruitzichten van de dollar. Voor het laatste kwartaal van 2017 en de kwartalen daarna verwachten wij dat de daling, gedurende de eerste drie kwartalen van dit jaar, van de dollar geen verder vervolg krijgt. Dit komt enerzijds omdat wij verwachten dat de lange rente in de VS (zie pagina 4 en 5) harder zal stijgen dan de lange rente in Europa. Normaal gesproken betekent dit dan beleggers meer Amerikaanse staatsobligaties zullen kopen, waardoor de vraag naar dollars toeneemt en hiermee ook de koers. Anderzijds lijkt het erop dat president Trump in de Senaat een meerderheid heeft verkregen voor het verhogen van de schulden. Hierdoor staat de weg vrij voor het verlagen van de belastingen, waardoor de economie verder kan groeien. Ook dit heeft normaal gesproken een positief effect op de dollar. Tot slot zal president Trump op korte termijn een nieuwe voorzitter van de Fed benoemen. Hoogst waarschijnlijk zal deze nieuwe voorzitter meer geneigd zijn de rente sneller te laten stijgen dan zijn huidige president Janet Yellen. Wij gaan er daarom vanuit dat het meest waarschijnlijk scenario een (licht) aansterkende dollar is.

### Beleggingsbeleid

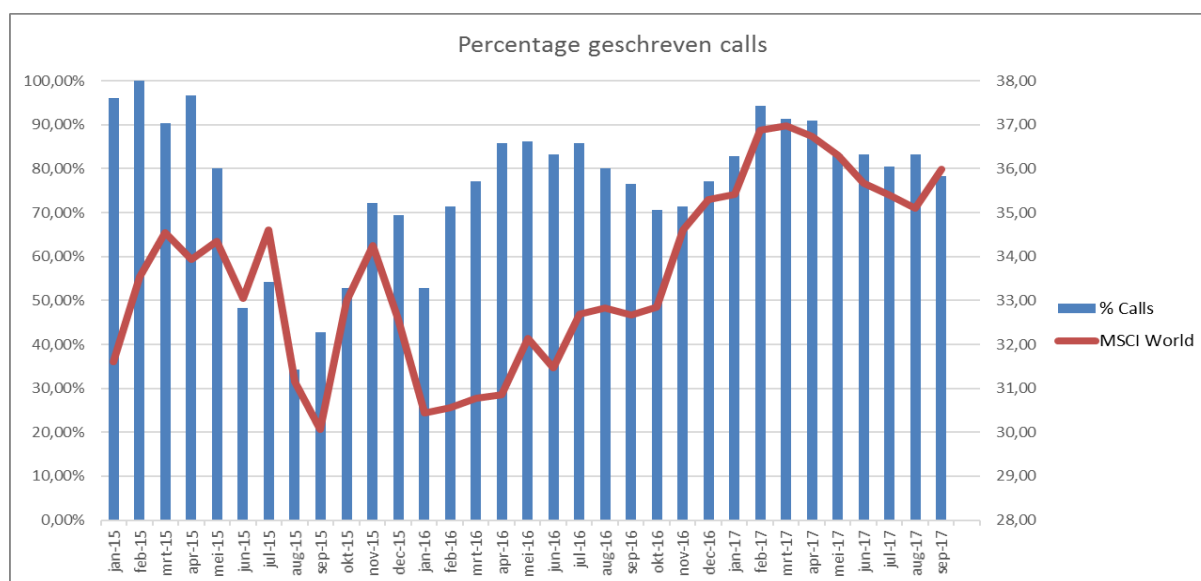
Met de positieve macro-economische vooruitzichten en het gebrek aan alternatieven zijn de wereldwijde koersen in lokale valuta flink opgelopen. Echter, ook de waarderingen zijn behoorlijk gestegen. De vraag is of er nog ruimte is voor verdere groei.

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 Amerika is de koers/winst verhouding zowel ten opzichte van Europa als in vergelijking met het historisch gemiddelde opgelopen tot relatief hoge niveaus. De verwachte koers/winstverhouding in de VS bedraagt op dit moment circa 18, terwijl dit historisch op 16 ligt. De koers/winstverhouding in Europa bedraagt circa 16 (historisch 14). Qua waardering zijn Europese aandelen hiermee aantrekkelijker gewaardeerd dan die in de VS. Hier komt nog eens bij dat de economische groei in Europa nu niet onder doet van die in de VS. 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 consumentengoederen; IT en Industrie. Daarentegen hebben wij, mede op basis van waarderingen / vooruitzichten, een onderweging aangebracht in de sectoren: financieel, vastgoed en nutsbedrijven.



Binnen de gematigd offensieve portefeuille (individuele aandelen met verkochte call opties) hebben wij op 78 % van de aandelen calls opties verkocht. De komende weken zullen wij dit percentage nog verder verhogen. In de onderstaande grafiek hebben wij het percentage verkochte calls (blauwe kolommen) afgezet tegen het koersverloop van de MSCI-World (rode lijn). Het percentage varieert in de tijd tussen de 34 % en 100 %. Gemiddeld genomen bedraagt het percentage geschreven calls overigens 76 %.



Bron: Van Lieshout & Partners

## Conclusie

De conclusies uit onze vorige nieuwsbrief zijn naar onze mening voor herhaling vatbaar:

*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.*





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**

