

STRATEGIE Emerging markets 2018 en 2019 – een vergelijking

MARKT Terug naar de realiteit, terug naar de hybride markt

HOOFDARTIKEL

Aandeleninkoopprogramma's naar recordhoogte – de gevolgen
voor de economie en de financiële wereld





04 **HOOFDARTIKEL** De gevolgen van Buyback-programma's

In 2018 bereikte het volume van aangekondigde terugkoopacties van aandelen in de VS een historisch recordniveau, wat heeft geleid tot een publiek debat over de gevolgen van de terugkoop voor werknemers, bedrijven en economie. Wat zijn de argumenten vóór en tegen de Buybacks?

10 **MARKT** Elektrisch vs. hybride

Wereldwijd voeren overheden maatregelen door om de verbrandingsmotor aan banden te leggen en om het elektrisch rijden te stimuleren. Hybride voertuigen kunnen nog minstens een decennium de meest efficiënte technologie blijven. Na 2030 zal het aandeel volledig elektrische voertuigen naar verwachting sterk toenemen.

03 **EDITORIAL**

04 **HOOFDARTIKEL** Beurzen: waarom aandelen terugkopen zinvol kan zijn

MARKT

10 **INFRASTRUCTUUR** E-mobiliteit: terug naar de realiteit, terug naar de hybride

STRATEGIE

14 **OPKOMENDE ECONOMIEËN** Emerging Markets: vergelijking 2018 en 2019

SERVICE

18 **DATA** Economische kalender en bedrijfsnieuws juni 2019

19 **COLOFON, CONTACT**

N.B.

Alle gegevens in het Goldman Sachs KnowHow Magazine zijn uitsluitend bedoeld ter informatie van cliënten. Deze informatie kan een persoonlijk beleggingsadvies niet vervangen en vertegenwoordigt geen aanbieding voor de aankoop of verkoop van bepaalde financiële producten.

Merk op dat bij alle volgende grafieken rendementen uit het verleden geen betrouwbare indicator voor het toekomstige rendement zijn.



Wat te doen met de winst?

Aandeleninkoopprogramma's spelen in de VS een grotere rol dan in Europa, waar dividenduitkeringen de overhand hebben. Het aantal teruggekochte aandelen in de VS heeft onlangs een historisch hoogtepunt bereikt.

Beide instrumenten zijn populair bij beleggers. Veel aandeelhouders waarderen de dividenduitkeringen, vooral als ze geïnteresseerd zijn in regelmatige inkomsten. Ook kan een stabiel dividend een positief effect op de koers hebben, omdat als de aandelenkoers daalt, het dividendrendement kan stijgen als het dividendbedrag gelijk zou blijven.

Het mechanisme van een aandeleninkoopprogramma klinkt misschien bijna banaal. Aangezien het aantal uitstaande aandelen is verminderd, worden de winst dan wel het dividend verdeeld over minder aandelen – vaak ten gunste van de aandeelhouders.

Maar er wordt ook gewaarschuwd. Critici stellen dat ondernemingen die veel dividend uitkeren soms niet creatief genoeg investeren. Een argument dat bij aandeleninkoopprogramma's veelvuldig gebruikt wordt. Tegenstanders van dergelijke maatregelen zijn van mening dat de terugkoop van aandelen meestal vooral goed is voor het management omdat hun salaris soms gekoppeld is aan de aandelenkoers.

In de VS hebben de enorme aandeleninkoopprogramma's geleid tot een publiek debat over de gevolgen voor werknemers, bedrijven en economie. Voor ons een reden om in ons hoofdartikel, vanaf pagina 4, nader in te gaan op dit onderwerp.

uw Goldman Sachs team

infomarkets@gs.com

GEVOLGEN VOOR DE ECONOMIE

Waarom aandelen terugkopen zinvol kan zijn

De stijging van de inkoop van eigen aandelen in de VS tot een historisch hoogtepunt in 2018 heeft tot een publiek debat geleid over de gevolgen van de terugkoop voor werknemers, bedrijven en de economie. We bespreken de argumenten en laten zien hoe een wereld zonder inkoop van eigen aandelen eruit zou zien.

Aandeleninkopen wordt beschouwd als een effectieve manier om de koers op de aandelenmarkt op te drijven. Maar er is ook kritiek op de steeds uitgebreidere aandeleninkoopprogramma's van grote concerns: één van de regelmatige genoemde tegenargumenten is dat het ten

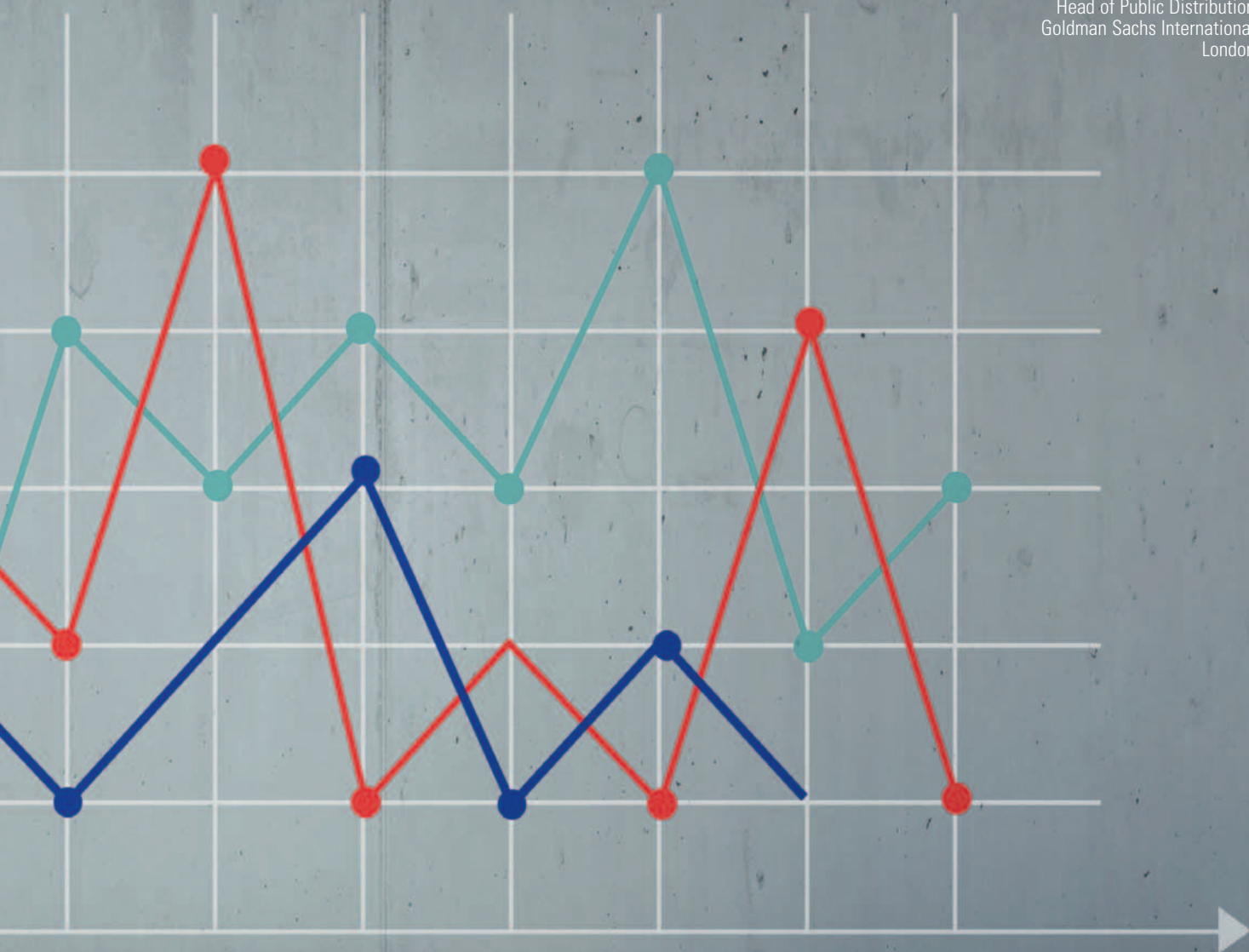
koste gaat van de investeringen die de bedrijfsvoering verder kunnen ontwikkelen. De portefeuillestrategen van Goldman Sachs zien daarvoor echter weinig aanwijzingen. De economen geïnterviewd door "Top of Mind" hadden tegenstelde standpunten. De sterke stijging

van terugkoopcijfers van het afgelopen jaar wordt enerzijds bekritiseerd als schadelijk voor werknemers, bedrijven en economie. Aan de andere kant valt te betwijfelen of een andere toewijzing van middelen een positief effect zou hebben op bedrijven en hun medewerkers.





STEFFEN BIALLAS
Head of Public Distribution
Goldman Sachs International
London



RECORDNIVEAU BIJ TERUGKOOP

De terugkoop van aandelen uit de S&P 500® steeg in 2018 met 50 procent tot een ongekende hoogte van meer dan 800 miljard dollar. Twee derde (2/3) van de stijging met ongeveer 270 miljard dollar in het afgelopen jaar werd gerealiseerd door slechts 10 aandelen uit de S&P 500®. Het hoge aantal aandelen terugkooptransacties heeft geleid tot een nieuwe discussie over de besteding van ondernemingskapitaal. Wat zijn de motieven van bedrijven om aandelen terug te kopen? En welke impact heeft de terugkoop op werknemers, bedrijven, de economie en de markt?

De belangrijkste zorg van aandeleninkoop is dat de dividenduitkering aan aandeelhouders ten koste van de investeringen en dus innovatie gaat. Dat zou op zijn beurt in het nadeel van de werknemers zijn die eigenlijk meer winst zouden moeten behalen dan de aandeelhouders van de bedrijven. Ook het betalen in aandelen kan een verkeerde stimulans zijn en bestuurders motiveren om met de inkoop van eigen aandelen de aandelenkoers te verhogen – ongeacht de nadelen voor de medewerkers, de toekomstige groei van de onderneming of voor de economie.

Gezien de cijfers zijn de genoemde argumenten tegen de inkoop van eigen aandelen naar mening van de portefeuillestrategen van Goldman Sachs ongegrond. Zelfs als bedrijven grote hoeveelheden aan contanten aan hun aandeelhouders uitkeren, zou er toch sprake zijn van een aanzienlijke herinvestering. De groei van investe-

ringen zou bij ondernemingen uit de S&P 500® in ieder geval sinds 1990 groter zijn dan het rendement van de aandeelhouders. De uitgaven aan onderzoek, ontwikkeling en investeringen van de grootste aandelen inkopers waren fors hoger dan het marktgemiddelde.

BETER DAN SLECHTE INVESTERINGEN

Bovendien hebben bestuurders waarvan de beloning rechtstreeks afhankelijk is van de winst per aandeel en dus het meest voordeel kunnen halen uit terugkopen, in 2018 niet meer aandelen teruggekocht dan bestuurders wiens beloning niet afhankelijk is van de winst per aandeel. Daarom is de kritiek op het terugkopen van aandelen, die in het begin genoemd werd, in economisch opzicht niet helemaal juist. De terugkoop van aandelen hoeft niet ten koste van investeringen te gaan. Grote, volwassen bedrijven keren geld uit aan aandeelhouders om zo een productief gebruik van fondsen mogelijk te maken. Als gevolg daarvan investeren bedrijven over het algemeen niet minder. Integendeel, andere bedrijven investeerden in plaats daarvan – met mogelijk beter groeipotentieel.

Wat de werknemers betreft, moet worden gevreesd dat wanneer er minder aandelen worden teruggekocht dit ertoe zou kunnen leiden dat bedrijven slechte investeringen doen en daardoor hun concurrentiepositie kan verslechteren. Deze misinvesteringen kunnen de werknemer schade aangezien de betrokken bedrijven uiteindelijk gedwongen zouden zijn om minder te betalen, minder personeel aan te nemen of werk-

nemers te ontslaan. Ironisch gezien zou je zelfs kunnen stellen dat een verbod op terugkoop hoogstwaarschijnlijk bestuurders van bedrijven (die de luxe hebben om over contanten te beschikken) en de banken (die winst maken wanneer het management in plaats daarvan bedrijven overneemt) ten goede komt en tegelijkertijd de werknemers kan schaden.

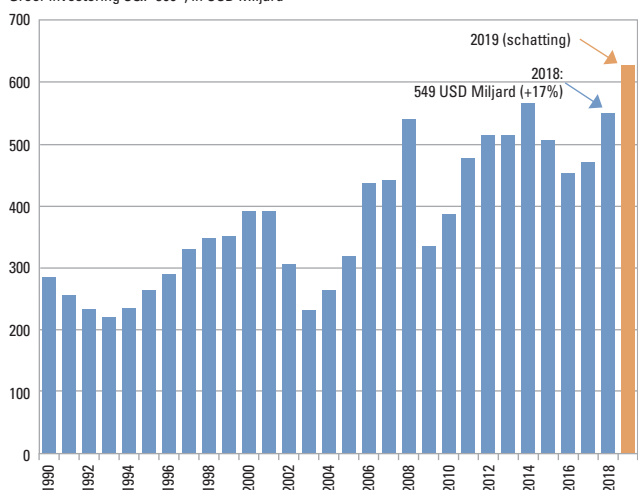
GEVOLGEN VOOR DE ECONOMIE

Verder vragen wij ons af wat de mogelijke gevolgen zijn van een verbod op terugkoop voor startende ondernemers, het scheppen van werkgelegenheid en voor de economie in het algemeen. Men vreest dat een dergelijk verbod kan leiden tot een ondoelmatige toewijzing van middelen. Daardoor zou uiteindelijk de totale economische taart als geheel kleiner worden. Jongere en kleinere bedrijven zijn vooral voor werknemers aan de onderkant van de inkomensverdeling belangrijke werkgevers. Wanneer oudere, grotere bedrijven hun geld oppotten, zou dit een ongelijke verdeling van de “taart” en daarmee een toename van de inkomensongelijkheid tot gevolg kunnen hebben.

Het zou beter zijn om de “taart” te vergroten en te verdelen om een gunstiger klimaat voor startende ondernemers te creëren. De randvoorwaarden daarvoor zouden zijn: een vereenvoudiging van de belastingwetgeving, minder beperkingen en regelgeving voor de arbeidsmarkt en een herziening van de lokale en nationale regelgeving op gebieden die het ondernemingsklimaat tegenwoordig complex en duur maken.

AFB. 1: INVESTERINGEN IN GROEI ZIJN STERK TOEGENOMEN

Groei-investering S&P 500®, in USD Miljard

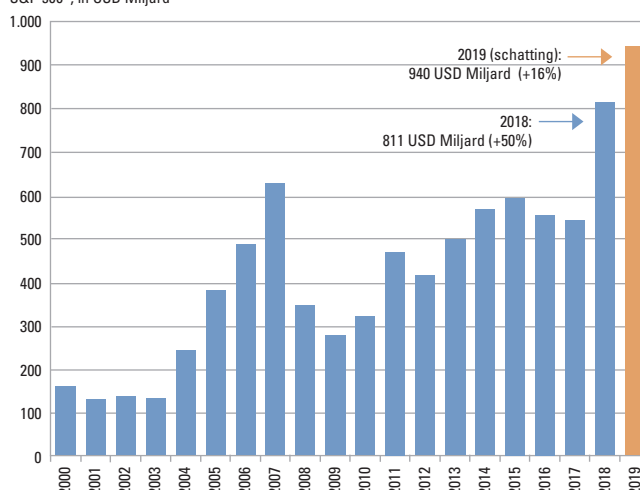


Ondanks inkoopprogramma's van aandelen zijn de groei-investeringen door bedrijven uit de S&P 500® niet gedaald.

Bron: Compustat, Goldman Sachs Global Investment Research

AFB. 2: AANDELENINKOOP OP RECORDNIVEAU

S&P 500®, in USD Miljard



Voor 2019 verwacht Goldman Sachs een verdere toename van het aantal teruggekochte aandelen tot ongeveer 940 miljard US dollar.

Bron: Compustat, Goldman Sachs Global Investment Research



GEVOLGEN VOOR DE MARKT

De belangrijkste vraag in deze discussie voor beleggers in aandelen is: hoe zou de aandelenmarkt eruit zien zonder aandeleninkoop? Als je naar de cijfers kijkt, is het weinig geruststellende antwoord: minder groei van de winst per aandeel, minder koersstijgingen, een minder positieve ontwikkeling van het indexniveau en een toenemende marktvolatiliteit.

De inkoop van aandelen is sinds 2010 de grootste bron van de Amerikaanse vraag naar aandelen en bedroeg gemiddeld 421 miljard dollar per jaar. Ter vergelijking: de gemiddelde jaarlijkse vraag naar aandelen van particuliere huishoudens, beleggingsfondsen, pensioenfondsen en buitenlandse investeerders bedroeg minder dan 10 miljard dollar in deze periode. In een wereld zonder inkoop zou dit daarom kunnen leiden tot een belangrijke verschuiving in de structuur van vraag en aanbod van aandelen. Wat zou dat kunnen betekenen voor de aandelenmarkt?

LAGERE WINST PER AANDEEL

Vanuit een fundamenteel oogpunt zou het wegvallen van de terugkoop een negatief

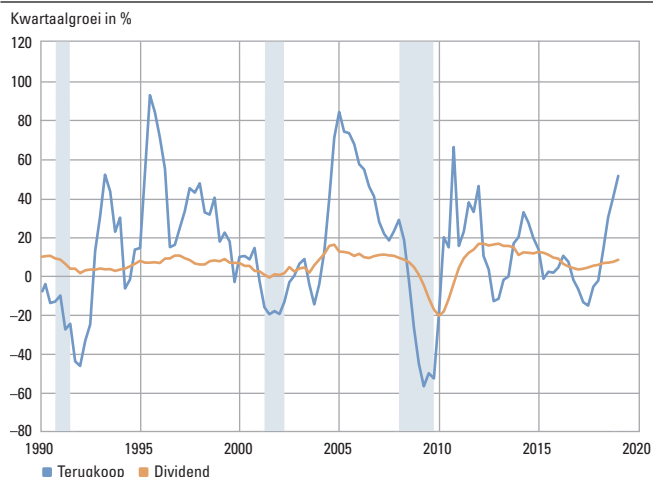
effect hebben op de winstgroei per aandeel omdat door de terugkoop de winst per aandeel toeneemt terwijl het aantal uitstaande aandelen afneemt. In de afgelopen 15 jaar bedroeg het verschil tussen de winstgroei per aandeel en de winstgroei van een gemiddelde onderneming uit de S&P 500® gemiddeld 260 basispunten (11 procent tegenover 8 procent). In 2018 bedroeg de spread 200 basispunten (20 procent tegenover 18 procent). De analisten van Goldman Sachs schatten dat in een wereld zonder terugkoop de winstgroei per aandeel 250 basispunten zou kunnen dalen.

LAGERE INDEXNIVEAUS

Bij een verbod op terugkoop zou een belangrijk instrument om de koers te kunnen ondersteunen, verdwijnen. In de zogenaamde blackout-periode, vier weken voor de publicatie van de kwartaalresultaten, mogen bedrijven momenteel al geen aandelen terugkopen. De ontwikkelingen tijdens deze periodes geven een goed inzicht in de mogelijke gevolgen van een wettelijk verbod op terugkoop. In de afgelopen 25 jaar bedroeg het rendement van het 20e percentiel voor aandelen uit

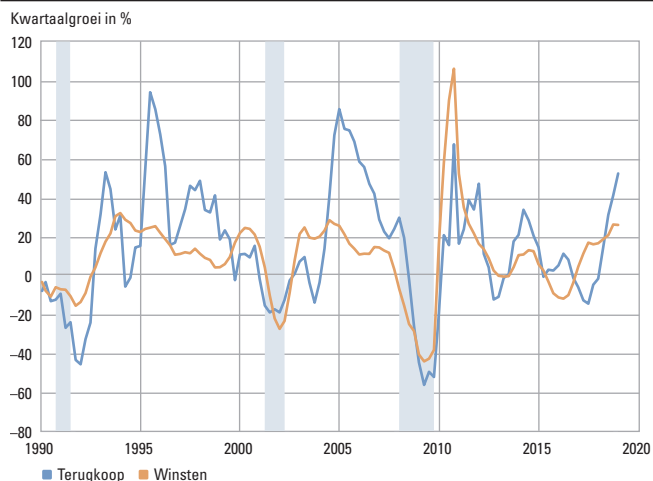
de S&P 500® in de blackout-periode gemiddeld –27 procent (op jaarbasis), vergeleken met –16 procent, wanneer de bedrijven hun aandelen vrij kunnen terugkopen. Bovendien was de volatiliteit tijdens de blackout-periodes hoger dan in andere periodes. Door een verbod of een beperking van de terugkoop zouden de aandelenkoersen waarschijnlijk dalen en de handelsmarges toenemen.

De terugkoop van aandelen is een belangrijke factor in de vraag naar aandelen. Dus kan een verbod of beperking op terugkoop van aandelen de vraagcurve van aandelen aanzienlijk verlagen, tenzij andere beleggers in staat zijn de bedrijfsaankopen te vervangen door de huidige prijzen, wat onwaarschijnlijk is. Als gevolg hiervan zou de inkoop van eigen aandelen een aanzienlijk negatief effect kunnen hebben vanuit het perspectief van de aandelenbeleggers.

AFB. 3: TERUGKOOP SCHOMMELT STERKER DAN DIVIDEND ...

De terugkoop van aandelen schommelt normaliter sterker dan de dividenduitkeringen, die ook in de VS op een redelijk constant niveau zijn.

Bron: Compustat, S&P, Goldman Sachs Global Investment Research

AFB. 4: ... EN VOLG DE GROEI VAN DE RESULTATEN

De ups en downs van het terugkopen van aandelen volgen duidelijk de ups en downs van de opbrengsten. Dit maakt de rendementsverdeling voor bedrijven flexibeler.

Bron: Compustat, FactSet, Goldman Sachs Global Investment Research

**HET TRANSATLANTISCHE “TERUGKOOP-KLOOF”**

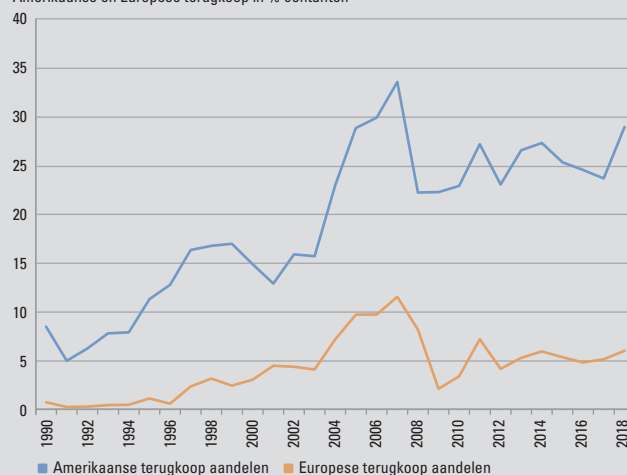
Gelet op de terugkoopgolf in de VS kan men zich afvragen waarom Europa niet een gelijke ontwikkeling laat zien. De analisten van Goldman Sachs wijzen erop dat er in Europa al een zekere stijging zichtbaar is en dat deze stijging door zou kunnen zetten. De afstand tussen de VS en Europa is echter niet kleiner geworden; de “terugkoop-kloof” tussen Europa en de VS is nog steeds groot.

De oorzaak dat het er bij de inkoopprogramma's van Europese aandelen veel voorzichtiger aan toegaat, ligt volgens de analisten van Goldman Sachs aan een aantal historische als actuele economische factoren. Daartoe behoort onder andere de tendens van Europese bedrijven om hogere cashreserves aan te houden; andere eigendoms-, medezeggenschap-, en beleggersstructuren; meer middelgrote bedrijven die geen kwartaalrekeningen moeten deponeren; dit en niet in de laatste plaats de noodzaak van stabiele inkomstenstromen voor institutionele beleggers zijn de factoren die ervoor zorgen dat een stabiel dividend in Europa voorrang heeft op de terugkoop van aandelen.

Zowel dividenduitkeringen als de terugkoop van aandelen zijn manieren om aandeelhouders tevreden te houden. De terugkoop van aandelen vloeit daarbij in de VS duidelijk voort uit de ups en downs van de resultaten (zie afb. 4), terwijl de dividenduitkeringen zowel in de VS als in Europa een gelijkmatiger niveau laten zien (zie voor de VS afb. 3). De terugkoop van aandelen geldt in de VS daarentegen als flexibeler dan de uitkering van dividend, vooral wanneer het management in de loop van de tijd erin slaagt aandelen tegen een gunstige koers terug te kopen. Desondanks kan worden aangenomen dat men in Europa waarschijnlijk de prioriteit aan dividend blijft geven omdat bedrijven die hun dividend hebben verhoogd in de regel beter presteren dan andere bedrijven.

AFB. 5: EEN GROTE KLOOF

Amerikaanse en Europese terugkoop in % contanten



Bron: Datastream, I/B/E/S, Goldman Sachs Global Investment Research

De meningen en afbeeldingen in dit artikel zijn afkomstig uit “Top of Mind – Buyback Realities” dat door Goldman Sachs Global Macro Research op 11 april 2019 werd gepubliceerd.

ADVANTAGE investor.

- ✓ Aantrekkelijke prijzen en spreads
- ✓ Grote keuze uit Turbo's en Traders
- ✓ Betrouwbare handel



© Goldman Sachs International, 2019. All rights reserved.

SECURITIES DIVISION
Securitised Products

Goldman
Sachs



E-MOBILITEIT

Terug naar de realiteit, terug naar de hybride

Wereldwijd voeren overheden maatregelen door om de verbrandingsmotor aan banden te leggen en om het elektrisch rijden te stimuleren. De analisten van Goldman Sachs gaan ervan uit dat hybride voertuigen in ieder geval de komende tien jaar nog de meest praktische en winstgevende technologie zullen blijven. Na 2030 zal het aandeel puur elektrische voertuigen naar verwachting sterk toenemen.

Goldman Sachs schat dat tot 2030 elektrische voertuigen, waartoe ook de hybride auto's behoren, goed zullen zijn voor ongeveer 35 procent van de wereldwijde autoverkoop. Het aandeel volledig elektrische voertuigen zal waarschijnlijk slechts

op ongeveer 10 procent liggen, het aandeel van plug-in-hybride rond de 6 procent. Met 19 procent zouden de klassieke hybride voertuigen met elektrische- en verbrandingsmotor het overgrote deel van de elektrische auto's vertegenwoordigen.

Vanaf 2030 zullen, als de kosten voor accu's niet boven de 100 dollar per kilowattuur (kWh) uitkomen, volledig elektrische auto's op een grotere acceptatie kunnen rekenen en zal hun aandeel aanzienlijk toenemen tussen 2030 en 2040.



PRAKTISCHE HYBRIDE AANDRIJVING

De hybride aandrijving schijnt ten opzichte van de volledig elektrische aandrijving op dit moment nog de meest praktische oplossing te zijn. Door vele waarnemers als overgangsoptie beschouwde hybride aandrijving blijft daarom, volgens de analisten van Goldman Sachs, in ieder geval de komende tien jaar waarschijnlijk nog de belangrijkste aandrijvingsvorm voor elektrische auto's. Natuurlijk zullen er tegen die tijd high-end elektrische voertuigen zijn waarvoor sommige consumenten bereid zijn om hoge prijzen te betalen. Ook zullen sommige regeringen de verkoop van elektrische voertuigen blijven ondersteunen door middel van subsidies. Voor een doorbraak van de technologie is het con-

currentievermogen op belangrijke onderdelen als accu's, motoren, wisselrichters noodzakelijk volgens de mening van Goldman Sachs. Dit concurrentievermogen zal waarschijnlijk ergens tussen 2030 en 2040 zijn zodat dan vermoedelijk het tijdperk van de elektrische voertuigen aantreedt. Tot die tijd zullen de hybride voertuigen vermoedelijk domineren. De verkoop van hybride voertuigen in 2030 zou bijvoorbeeld op 22,5 miljoen en in 2040 op 23,7 miljoen kunnen zijn.

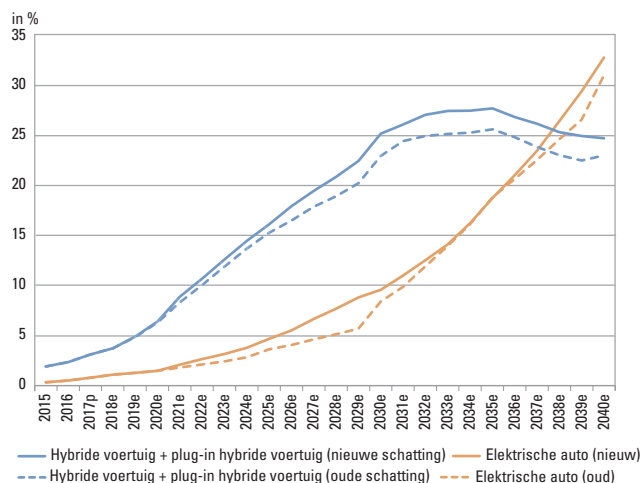
AUTO ACCU'S ZIJN VOORLOPIG TE DUUR

Innovaties om de kosten van auto accu's te verlagen, blijven nog uit. De commercialisering van krachtige accu's van het type NCM 811 is onlangs van 2019 naar

2020 uitgesteld. Zelfs als sterke vooruitgang van lithium-ionen-accu's wordt geboekt, blijft dit volgens de analisten van Goldman Sachs tot 30 tot 40 procent beperkt. Dat is niet genoeg om de terugverdientijd van elektrische auto's tot minder dan 3 jaar te verlagen. Alleen onder die voorwaarde zullen consumenten elektrische auto's ook zonder overheids subsidie kopen. Men kan ervan uitgaan, dat het nog 5 tot 10 jaar duurt tot er een technologische doorbraak bij elektrisch voertuigen met een vaste-stof-accu wordt bereikt.

De hoge verwachtingen die de markt van elektrische voertuigen had, zijn sinds eind 2017 gedaald. Niet alleen bleef de verkoop van het vlaggenschip van elektrische

AFB. 1: DOORBRAAK VERTRAAGD



Pas over enkele jaren zullen volledig elektrische voertuigen wijdverbreid zijn dan plug-in-hybride en hybride auto's.

Stand: 18-04-2019; Bron: Bedrijfsgegevens, Goldman Sachs Global Investment Research

auto's zoals Tesla model 3, Nissan Leaf en GM Bolt achter bij al te optimistische marktvoorspellingen. Het ondernemingsklimaat voor elektrische auto's had de afgelopen maanden ook te lijden van de prijsrigiditeit als gevolg van hogere inputkosten en kortingen op aanschafsubsidies in China en de VS.

Desondanks heeft de ontwikkeling van elektrische auto's in bredere zin (inclusief de plug-in-hybride en hybride voertuigen) niet stilgestaan. Onlangs hebben Europese autofabrikanten plannen aangekondigd voor agressieve investeringen in de elektrische auto, om te voldoen aan de strengere milieuregels. Ook Toyota schijnt zijn inzet voor de elektrische auto versterkt te hebben, zoals blijkt uit de zakelijke alliantie met Panasonic, de fabrikant van accu's.

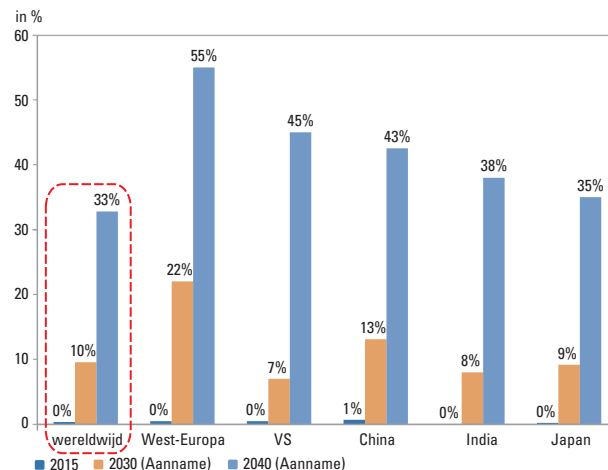
ONTWIKKELING VAN ACCU'S

In lithium-ionen-accu's is het gebruik van nikkel, kobalt en mangaan als kathodemateriaal wijdverspreid. De massaproductie van accu's van het type NCM 622 (met zes delen nikkel, twee delen kobalt en twee delen mangaan) is aanstaande. Volgens de analisten van Goldman Sachs zal de massaproductie van NCM 811-accu's met een hoger nikkelgehalte tussen 2019 en 2020 of later afnemen. Naar verwachting zullen de eerste solid state-accu's in de eerste helft van 2020 op de markt komen – zij hebben de potentie om de weg vrij te maken voor de industrie.

RECENTE VERKOOPCIJFERS

Ongeacht de fluctuerende marktverwachtingen neemt het verkoopvolume van elek-

AFB. 2: STERKE VRAAG VANAF 2040



In West-Europa zullen elektrische auto's vanaf 2040 de markt domineren, wereldwijd staat het aandeel van autoverkopen volgens Goldman Sachs dan op 33 procent.

Stand: 18-04-2019; Bron: Bedrijfsgegevens, Goldman Sachs Global Investment Research

trische auto's voortdurend toe. In 2017 steeg de verkoop van elektrische auto's ten opzichte van het voorgaande jaar met 63 procent tot 750.000 auto's. In 2018 is de mijlpaal van 1.000.000 auto's vermoedelijk overschreden. Desondanks waren elektrische auto's eind 2017 slechts goed voor 0,8 procent van de wereldwijde autoverkopen. Het omzetaandeel was in 2018 met rond de 1,1 procent nog steeds vrij laag.

China is op dit moment de grootste markt voor elektrische auto's, goed voor 62 procent van de totale verkoop van elektrische auto's. De VS leveren een bijdrage van ongeveer 14 procent, West-Europa 15 procent (cijfers voor 2017). Per land is de acceptatie van elektrische voertuigen (aan-

deel elektrische auto's in de totale verkoop van nieuwe auto) buiten de Noord-Europese landen Noorwegen en Zweden, waar de elektrische auto's aanzienlijke belastingvoordelen opleveren, uiterst beperkt.

VERKOOPPROGNOSE

Rekening houdend met de verschillende regelgevingen in de afzonderlijke belangrijke markten en de daarop afgestemde strategie van de autofabrikanten, hebben de analisten van Goldman Sachs hun omzetprognoses voor elektrische auto's ten opzichte van eerdere schattingen verhoogd.

Zoals eerder vermeld, zullen de marktaandelen per type aandrijving in 2030 worden vertegenwoordigd met rond de 10 procent





door volledig elektrische auto's, 6 procent door plug-in hybride en 19 procent door hybride voertuigen. De eerdere gemaakte prognoses zijn in vergelijking met andere vooruitzichten gebaseerd op de minimumverkopende autobedrijven moeten behalen om aan de milieuvorschriften te voldoen. Dalen de kosten voor accu's per kWh tot onder 100 dollar, dan zal de vraag naar volledig elektrische voertuigen waarschijnlijk toenemen – maar vermoedelijk zal dit pas tussen 2030 en 2040 het geval zijn.

De Europese autobedrijven bereiden zich voor op een aanzienlijk hogere vraag naar elektrische auto's in de periode tot 2040. Volkswagen verwacht in zijn meest recente marktprognose dat tegen 2040 85 procent van de verkoop van alle nieuwe auto's in China (prognose van Goldman Sachs: 40 procent), 60 procent in de VS (45 procent) en 70 procent in Europa (50 procent) uit elektrische auto's bestaat. De inschatting van VW voor de Chinese markt is duidelijk optimistischer dan die van de analisten van Goldman Sachs. Met het oog op het recente voorstel van China, de subsidies voor de aanschaf van elektrische auto's te verlagen, is enige scepsis op zijn plaats.

Wanneer stimuleringsmaatregelen van de overheid en lagere kosten de introductie

van elektrische auto's kunnen versnellen, voorzien de analisten van Goldman Sachs een alternatief scenario waarbij de verkoop van elektrische auto's tegen 2030 tot 25,5 miljoen stuks kan toenemen (22 procent van de wereldwijde verkoop van auto's, dubbel zo veel als bij de oorspronkelijke prognose). Tegen 2040 kunnen elektrische auto's dan 56 procent van alle wereldwijde verkopen van voertuigen uitmaken, met een omzet van 77,3 miljoen stuks.

VERGELIJKING MET ONBEKENDEN

De invoering van elektrische voertuigen op grote schaal gaat gepaard met een aantal onzekerheden. Veel hangt af van overheids subsidies. Overheden in landen zoals China, India en West-Europa kunnen de invoering van elektrische auto's sterker dan tot nu toe forceren. In de VS zou de Trump-regering de efficiëntienormen weer kunnen terugdraaien.

Het is een grote uitdaging om de kosten van de accu te verlagen zodat de elektrische auto kan doorbreken. Solid state-accu's hebben op dit moment de grootste kans om de energie die nodig is voor grotere afstanden voor volledig elektrische auto's te kunnen leveren. Over het algemeen kan een stijgende vraag naar accu's de voorwaarden aan de aanbodzijde van natuurlijke bronnen zoals lithium, kobalt

en nikkel echter aanscherpen. Als de grondstofprijs bijvoorbeeld verdubbelt, zou de prijs van een accu 15 procent duurder kunnen worden.

En ten slotte is het belangrijk dat elektrische auto's worden ontwikkeld waar de consument geen nadelen van ondervindt. Nu al leveren elektrische voertuigen uitstekende rijprestaties en zijn ze zeer stil. Om concurrerend te zijn, moeten elektrische voertuigen enerzijds goedkoper worden en anderzijds wat actieradius en oplaadtijd betreft met bevredigende resultaten komen. De solid state-accu die Toyota op dit moment ontwikkelt, zou een aanzienlijk hogere energiedichtheid (theoretisch mogelijk een verdubbeling van de actieradius) en kortere oplaadtijd kunnen laten zien.

In het algemeen dalen de prijzen van auto-accu's door verbetering van de energiedichtheid en verlaging van de vaste kosten die door massaproductie kunnen worden gerealiseerd. De analisten van Goldman Sachs schatten dat de omschakeling op NCM 811-kathodes in combinatie met de introductie van silicium-anodes de accukosten jaarlijkse met 5 tot 10 procent zouden kunnen verlagen. In dat geval zouden de accukosten naar verwachting in 2028 of 2029 onder de 100 dollar per kWh komen – in dit scenario is geen rekening gehouden met innovaties van solid state-accu's en andere mogelijke factoren om de kosten te kunnen verlagen. Toyota, leider in de ontwikkeling van solid state-accu's, is van plan om in 2022 een solid state-accu te introduceren. Een succesvolle lancering zou de doorbraak van elektrische auto's kunnen betekenen.

Sommige marktpartijen beschouwen de hybride technologie als overgangstechnologie en zijn van mening dat substantiële investeringen daarin niet gerechtvaardigd zijn. Het is echter belangrijk om op te merken dat motoren en omvormers die in hybride aandrijvingen gebruikt worden, technologieën zijn die in de toekomst ook in elektrische auto's kunnen worden toegepast. De groei van hybride auto's stimuleert de elektrificatie van de automarkt.

De meningen en afbeeldingen in dit artikel zijn afkomstig uit "Back to reality, back to Hybrid" dat door Goldman Sachs Global Equity Research op 18 april 2019 werd gepubliceerd.

OPKOMENDE ECONOMIEËN

Emerging markets 2018 en 2019 – een vergelijking

In april is de dollar verder gedaald. De traditionele correlatie tussen een sterkere dollar en beleggingen met een laag risico hebben beleggers nerveus gemaakt over de beleggingsvooruitzichten voor de komende maanden. Bovendien herinneren ze zich de oude beurswijsheid: „Sell in May ...”. Wat zijn de vooruitzichten voor de dollar en wat betekent dat voor de opkomende economieën?





Vooral voor beleggingen in opkomende economieën zien we enkele minder mooie parallellen met vorig jaar. Ook tussen half april en half mei in 2018 maakte de dollar koers een koerswending en steeg de koers van de Amerikaanse dollar. De meeste markten in opkomende economieën stagneerden vervolgens gedurende ongeveer zes maanden. De posities van de opkomende economieën verbeterden zich in de eerste maanden van dit jaar slechts licht. Nu wijst, behalve de opnieuw toegenomen volatiliteit in Argentinië en Turkije, de wederom sterke dollar erop dat het pad naar een positieve waardeontwikkeling in de opkomende economieën smal blijft.

HET VERSCHIL MET 2018

In tegenstelling tot 2018 is het beleid van de Amerikaanse Federal Reserve Bank nu heel anders. Het afgelopen jaar zagen de markten een Fed die min of meer op de automatische piloot leek te zijn ingesteld: met driemaandelijke renteverhogingen en een versnelde verlaging van het balanstotaal. Als gevolg hiervan werd de Amerikaanse dollar ondersteund door een combinatie van expansief begrotingsbeleid en een strenger monetair beleid, vooral omdat de wereldwijde groei vertraagde.

De situatie is dit jaar anders: de Fed lijkt tot einde van het jaar een afwachtende houding aan te nemen en mogelijk langer. De verlaging van het balanstotaal komt dit jaar tot stilstand. Bovendien lijkt een aanzienlijke stijging van de rente onwaarschijnlijk omdat het huidige debat over de “gemiddelde

inflatie target” aangeeft dat een sterkere groei (en een navenant hogere inflatie) in de late fase van een cyclus met een krupper beleid moeilijker niet haalbaar is (zie afb. 1).

CHINA'S POLITIEKE HOUDING HELPT

In de tweede helft van 2017 en de eerste helft van 2018 voerde China een streng monetair beleid (zie afb. 2). Zo was op zijn minst een deel van de Chinese economische achteruitgang kunstmatig en werd deze door opkomende handelsconflicten met de VS versterkt. Het huidige monetair beleid verschilt met dat van vorig jaar: de politici staan sinds de tweede helft van 2018 in “easing mode”. Toch vrezen beleggers dat China de steun vermindert zodra er duidelijke tekenen zijn van een toenemende groei. Hoewel het verstandig is om de steun in toom te houden, zullen de Chinese politici vanwege de festiviteiten rond de zeventigste verjaardag van de oprichting van de Volksrepubliek China in oktober iedere “double dip” van de groei willen vermijden. Bovendien zorgt de politiek meestal voor groeivertraging. Het kan daarom nog even duren voordat het strengere beleid in de cijfers is terug te zien.

WAARIN LIJKEN 2018 EN 2019 OP ELKAAR

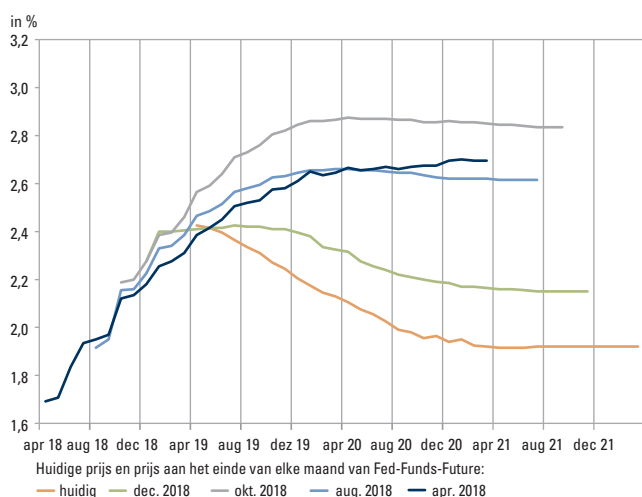
Net als vorig jaar blijven Argentinië en Turkije nog steeds worstelen met hun politieke geloofwaardigheid. Er zijn echter cruciale verschillen: de waarderingen van de valuta zijn positiever, de rentes veel hoger en de tekorten op lopende rekeningen zijn in het kader van de scherpe aanhoudende recessie in beide economieën ver-

dwenen. Een belangrijke indicatie dat er in essentie niet veel is veranderd, is de graad waarin de inflatieverwachtingen niet zijn verankerd. In het geval van Argentinië is dat het gevolg van de huidige inflatiecijfers die met de aankomende verkiezingen in de herfst verder stijgen. In het geval van Turkije nam het vertrouwen verder af omdat de centrale bank de deur naar een lagere rente openzette, waarmee ze de tendens naar een strenger beleid opgaf. Hieruit zou kunnen volgen dat in beide landen “de dollarisering” verder toeneemt. Totdat het binnenlandse vertrouwen is hersteld en de “dollarisering” stabiliseert, zijn stabiele markresultaten in beide gevallen moeilijk voorstelbaar.

AANTREKKELIJKHEID NEEMT AF

De rally op kredieten van opkomende economieën, lokale rentes en aandelen sinds eind vorig jaar leidt ertoe dat de combinatie van waardering en beleggerspositionering minder aantrekkelijk is. Vanuit dit oogpunt lijkt de situatie vergelijkbaar met het voorjaar van 2018. Voor de meeste positioneringsmaatregelen – zoals buitenlands eigendom van lokale leningen of de kapitaalstroom – is het engagement van de beleggers ten opzichte van opkomende economieën licht toegenomen. Het lijkt echter minder extreem dan in het begin van 2018 (zie afb. 3). Hetzelfde geldt voor de waardering van beleggingen: in harde valuta van opkomende economieën, lokale valuta en aandelen is de waarderingsondersteuning verder afgenomen. Tot de uitzonderingen behoren de valuta van opkomende economieën ten

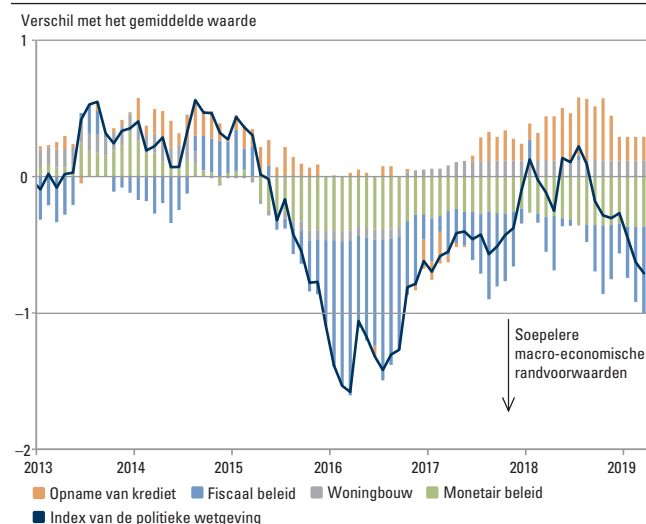
AFB. 1: TOEKOMSTIGE RENTETARIEVEN (FED-FUNDS)



Het lijkt erop dat de Federal Reserve Bank (FED) voor de rest van het jaar een afwachtende houding aanneemt.

Bron: Bloomberg, Goldman Sachs Global Investment Research; Stand 01.05.2019

AFB. 2: HET VERSOEPELINGSBELEID VAN CHINA



Om een “double dip” van de groei te vermijden, lijkt het onwaarschijnlijk, dat het versoepelingsbeleid van China wordt teruggedraaid.

Bron: Goldman Sachs Global Investment Research; Stand 01.05.2019



opzichte van de dollar. Die hebben de performance van andere vermogenswaarden van opkomende economieën achter zich gelaten waarbij de waarderingen niet erg krap lijken (zie afb. 4)

KRACHT VAN DE DOLLAR IS BEPERKT

Uit het oogpunt van valuta is de constellatie van de wereldwijde groei niet zo slecht voor de dollar als aan het begin van dit jaar. Desondanks zal deze context voor de dollar nauwelijks zo gunstig zijn als in 2018. In afgelopen jaren vertraagde de groei in de rest van de wereld, terwijl de groei in de VS versnelde en met 3,5 tot 4,5 procent toenam.

Hoewel de Amerikaanse economie goed herstelt van de deuk in december/januari,

zou het in de toekomst een meer gematigd, bovengemiddeld tempo kunnen laten zien dan het dankzij fiscale stimuleringsmaatregelen in 2018 bereikte tempo. Nog belangrijker is dat de rest van de wereld zich deze keer wat beter ontwikkelt: op grond van versoepelde politieke impulsen zullen de cijfers van China waarschijnlijk niet slechter worden, maar juist verbeteren. Ook in de opkomende economieën zonder China is na de herfststip een kwetsbaar herstel begonnen.

Dit verschil in de samenstelling van de wereldwijde groei is ook terug te zien in de ontwikkeling van de markt: terwijl de valuta's van de opkomende economieën moeite hebben gehad door een combinatie van groei en starheid om te waarden ten

opzichte van de dollar, tonen zij in vergelijking met de rest van de G10 significant betere waarden. In dit opzicht is het beeld duidelijk anders dan in 2018 en zal dit ook zo blijven. Daar zal ook niets aan veranderen, zelfs als de vermogenswaarden van de opkomende economieën door de resultaten in Argentinië en Turkije enigszins onder druk komen. Als de verbetering van de maatregelen van China nu ook nog naar de open economieën van Europa, Azië en andere opkomende economieën overslaat, zal dit de kracht van de dollar in 2019 in vergelijking met 2018 beperken.

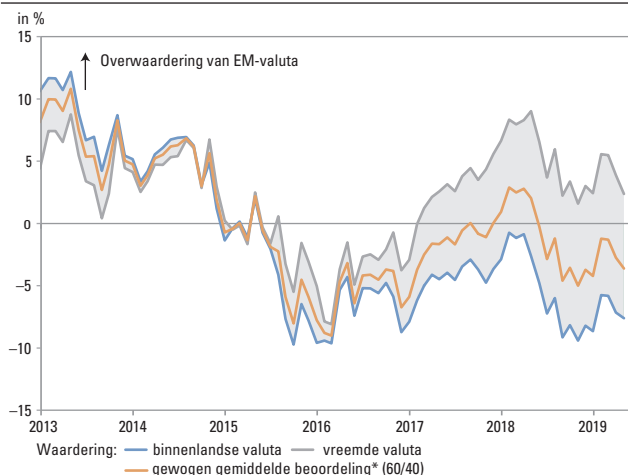
De meningen en afbeeldingen in dit artikel zijn afkomstig uit "Global Markets Daily: EM in 2019 versus EM in 2018 — What's Different, What's Not", dat door Goldman Sachs Economics Research op 1 mei 2019 werd gepubliceerd.

AFB. 3: BUITENLANDS AANDEEL IN LOKALE LENINGEN



Het buitenlandse aandeel in lokale leningen in opkomende economieën is toegenomen, net als begin 2018. Bron: Haver Analytics, IWF, Central bank India, Asia Development Bank, Goldman Sachs Global Investment Research; Stand 01.05.2019

AFB. 4: VALUTAWAARDERING



* Gemiddelde van: BRL, CLP, CNY, COP, CZK, HUF, IDR, INR, KRW, MXN, MYR, PLN, RUB, THB en ZAR. Alle waarderingen vs. USD, met uitzondering van Midden- en Oost-Europese (CEE-) Valuta (vs. EUR)

De valutawaarderingen van het gemiddelde van 15 valuta van opkomende economieën lijken niet erg onder druk te staan.

Bron: Goldman Sachs Global Investment Research; Stand 01.05.2019

Economische kalender en bedrijfsnieuws juni/juli 2019



Dinsdag 18 juni 2019

Consumentenprijsindex eurozone

Het Europese Bureau voor de Statistiek Eurostat publiceert maandelijks de geharmoniseerde Consumentenprijsindex (HICP) voor de eurozone. De HICP omvat veranderingen in de prijzen van goederen en diensten. Het wordt beschouwd als een belangrijke indicator voor veranderingen bij kooptrends en de inflatie in de eurozone.

Bron: Eurostat, <https://ec.europa.eu/eurostat/news/release-calendar>

Kwartaalcijfers Adobe

De Amerikaanse softwareonderneming brengt verslag uit over het tweede kwartaal van 2019. Dankzij hogere gebruikersaantallen voor de grafische programma's is de winst en omzet van Adobe duidelijk gestegen. Er werd een omzet van meer dan 9 miljard dollar genoteerd, onder de streep leverde dit een winst op van omgerekend bijna 2,3 miljard euro.

Bron: Adobe, <https://www.adobe.com/investor-relations/calendar.html>

Woensdag 19 juni 2019

Consumentenprijsindex (CPI)

Groot-Brittannië

De consumentenprijsindex (Consumer Price Inflation, CPI) van het Britse bureau voor de statistiek toont de wijzigingen in de verkoopprijzen van de voorafgaande maand voor een representatief pakket van goederen en diensten. De CPI is een belangrijke indicator om de inflatie en veranderingen in koopgedrag te meten.

Bron: Office for National Statistics, <https://www.ons.gov.uk/releases/calendar?view=upcoming>

Rentebesluit van de Fed

Het "Federal Open Market Committee" neemt een beslissing over de korte termijn rente. Zoals verwacht bleef de Federal Funds Rate dit jaar, tot dusver, onveranderd binnen de doelstelling van 2,25 tot 2,50 procent. In 2018 heeft de Fed de rente viermaal verhoogd. Doorgaans maakt de Fed rentewijzigingen voornamelijk afhankelijk van groeivoorzichten en inflatie. Een van de belangrijkste doelstellingen van het rentebeleid is de prijsstabiliteit in de VS.

Bron: Federal Reserve, <https://www.federalreserve.gov/newsevents/calendar.htm>

Vrijdag 21 juni 2019

Amerikaanse werkgelegenheidsrapport

Het Amerikaanse ministerie van Arbeid publiceert maandelijks belangrijke gegevens over niet-agrarische werkgelegenheid, gemiddelde uurlonen, werkloosheidspercentages, gemiddeld wekelijks aantal gewerkte uren en de



arbeidsparticipatie. Dit laatste geeft het percentage personen van de beroepsbevolking aan dat in loondienst is of op zoek is naar werk.

Bron: Bureau of Labor Statistics, <https://www.bls.gov/schedule/2019/home.htm>

Woensdag 26 juni 2019

VS: nieuwe orders duurzame consumptiegoederen

Het Amerikaanse Census Bureau publiceert maandelijks de nieuwe orders voor duurzame consumptiegoederen exclusief defensiegoederen. Producten met een lange levensduur zoals motorvoertuigen, zijn meestal met hoge investeringskosten verbonden en nieuwe orders worden daarom als een goede indicator van de economische situatie in de VS beschouwd.

Bron: US Census Bureau, <https://www.census.gov/manufacturing/m3/index.html>

Donderdag 27 juni 2019

BBP VS

Het Bureau of Economic Analysis (BEA) publiceert een derde schatting van het bruto binnenlands product in de VS voor het eerste kwartaal van 2019 en een eerste raming van de bedrijfswinsten over dezelfde periode. Volgens de eerste schatting is de Amerikaanse economie in het eerste kwartaal met 3,2 procent gegroeid ten opzichte van dezelfde periode vorig jaar.

Bron: Bureau of Economic Analysis, <https://www.bea.gov/news/schedule>

Vrijdag 28 juni 2019

Jaarlijkse algemene vergadering Strabag

De Oostenrijkse onderneming, met het hoofdkantoor in Wenen, is een van de grootste bouwbedrijven van Europa en is, naast de hoofdstad Oostenrijk en Duitsland, actief in de bouwsector in talrijke Oost- en Zuidoost-

Europese landen. Op 28 juni roept Strabag op tot de algemene vergadering van aandeelhouders. Met 16,3 miljard euro heeft het concern in 2018 een twaalf procent hogere omzet dan vorig jaar behaald. Strabag behaalde voor rente, belasting en afschrijvingen een resultaat van 952,60 miljoen euro.

Bron: Strabag, https://www.strabag.com/databases/internet/_public/content.nsf/web/DE-STRABAG.COM-finanzkalender.html

VS: PCE-kerndeflator

Het Bureau of Economic Analysis (BEA) publiceert gegevens over de belangrijkste Amerikaanse consumentenbestedingen in maart 2019. De "Personal Consumption Expenditures Price Index" (PCE) omvat prijsfluctuaties van goederen en diensten waaraan consumenten geld uitgeven. De kernindex van de PCE sluit seizoensgebonden onstabiele producten, zoals levensmiddelen en energie, uit om een nauwkeurigere berekening te verkrijgen. De kerndeflator PCE is een belangrijke indicator voor de inflatie, vooral voor de Amerikaanse Federal Reserve Bank.

Bron: Bureau of Economic Analysis, <https://www.bea.gov/news/schedule>

Donderdag 4 juli 2019

Consumentenprijsindex Nederland

Het Centraal Bureau voor de Statistiek (CBS) verzamelt en publiceert allerlei statistische gegevens van maatschappelijke en economische aard. De ontwikkeling van de consumentenprijzen (consumentenprijsindex, CPI) geeft aan hoeveel duurder het leven voor een gemiddeld huishouden in Nederland is geworden in een jaar tijd. De consumentenprijsindex wordt maandelijks door het CBS berekend. Het geeft de gemiddelde prijsstijging aan van een pakket goederen en diensten dat door een bepaalde groep mensen gekocht wordt.

Bron: CBS, <https://www.cbs.nl/nl-nl/zoeken/?query=inflatie>

ECONOMISCHE KALENDER

juni/juli 2019

ECONOMISCHE KALENDER

13 juni 2019	NL, Ontwikkeling van consumentenprijzen
14 juni 2019	US, Consumentenvertrouwen UNI Michigan
18 juni 2019	EU, Europese Consumentenprijsindex
19 juni 2019	UK, Consumentenprijsindex
20 juni 2019	NL, Maandbericht beroepsbevolking
21 juni 2019	US, Arbeidsmarktrapport
24 juni 2019	DE, Ifo Bedrijfsklimaat Index
25 juni 2019	US, S&P/Case-Shiller huizenprijsindex
	US, Consumentenvertrouwen Conference Board
26 juni 2019	US, Inkomende bestellingen duurzame consumptiegoederen
27 juni 2019	US, Bruto binnenlands product
28 juni 2019	US, PCE-deflator
1 juli 2019	DE, Werkgelegenheid
	US, Inkoopmanagersindex (PMI)
2 juli 2019	DE, Detailhandelsverkoop
	EU, Producent Prijs Index (PPI) Eurozone
3 juli 2019	US, Handelsbalans
4 juli 2019	NL, Ontwikkeling van consumentenprijzen
19 juli 2019	EU, Bruto binnenlands product Eurozone
25 juli 2019	EU, ECB, Persconferentie bijeenkomst Raad van Bestuur

COLOFON

UITGEVER

Goldman Sachs International
 PIPG/Securitized Derivatives Netherlands
 Peterborough Court, 133 Fleet Street
 London EC4A 2BB
 Tel: 08000-221864 (gratis)
 Email: infomarkets@gs.com
 Internet: www.gsmarkets.nl

Deze brochure heeft u gratis verkregen van de uitgever.

Alle rechten zijn voorbehouden. Kopiëren is alleen toegestaan na schriftelijke toestemming van de uitgever.

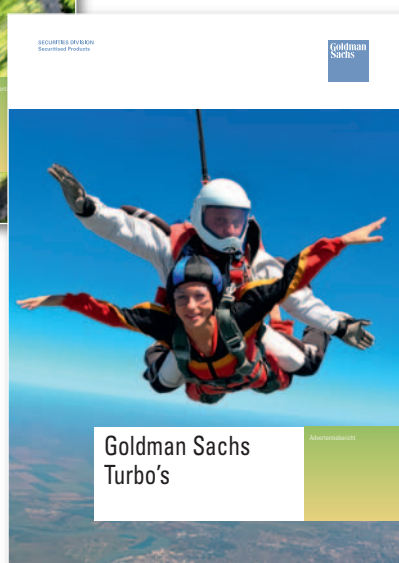
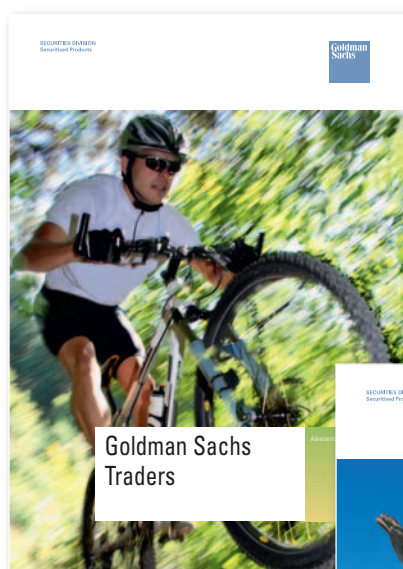
CONTACT

GRATIS HOTLINE

Nederland 08000-221864 (gratis)

Internet www.gsmarkets.nl

Email infomarkets@gs.com





www.gsmarkets.nl

Goldman Sachs International, PIPG/Securitised Derivatives Netherlands

Peterborough Court, 133 Fleet Street, London EC4A 2BB, Tel: 08000-221864, Email: infomarkets@gs.com

© Goldman Sachs International, 2019. Alle rechten voorbehouden.