

INTERVIEW Michele Della Vigna over de huidige situatie op de oliemarkt

MARKT Op vlak terrein – op zoek naar rendement

HOOFDARTIKEL

Is goud nog steeds een “veilige haven”?



KnowHow

Uw Goldman Sachs beleggersmagazine

05/2019

Advertentiebericht



04 **INTERVIEW**

Michele Della Vigna, Goldman Sachs

Het onderzoek "Top Projects" door Goldman Sachs Research schetst het beeld van een veranderende energiesector. De wereldwijde druk om de CO₂-uitstoot van de energiesector te verminderen, heeft tot een slankere markt geleid. Michele Della Vigna, Co-Head of European Equity Research bij Goldman Sachs, maakt in het KnowHow-interview een inventarisatie.

06 **HOOFDARTIKEL**

De trends op de goudmarkt

Hoewel de macro-economische gegevens een wisselend beeld schetsen, de rendementen op obligaties laag zijn en het er op de aandelenmarkt de afgelopen twee kwartalen soms turbulent aan toe ging, bleven hoge koerswinsten op de goudmarkt uit. Heeft de troy ounce zijn functie als "veilige haven" verloren?

03 **EDITORIAL**

04 **INTERVIEW**

In gesprek: Michele Della Vigna, Goldman Sachs

MARKT

06 **HOOFDARTIKEL**

Goud: "Veilige haven" met leverage?

STRATEGIE

10 **ONDERNEMEN**

Rendementen op beurzen: Op vlak terrein ...

SERVICE

14 **DATA**

Economische kalender en bedrijfsnieuws mei 2019

15 **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.



Is goud nog steeds zo'n goede investering?

Goud geldt traditioneel als een “veilige haven”. Als de wereldwijde conjunctuur hapert, de rendementen op obligaties laag zijn en het beursklimaat onaangener wordt, is de troy ounce vaak een welkom alternatief voor beleggers. Nu is het rendement op obligaties al geruime tijd op een laag niveau. In het vierde kwartaal van vorig jaar daalden de prijzen van de aandelen ook nog eens. Hoewel de belangrijkste indexen zich weliswaar herstelden, staat de Dow Jones over een half jaar bekeken slechts licht in de plus.

Goud was in deze periode geen echt alternatief. In een tijdsbestek van zes maanden deed de troy ounce het even goed als de Amerikaanse aandelen. Sinds het begin van dit jaar waren aandelen zelfs een betere keuze. In ons hoofdartikel, beginnend op pagina 6, vragen we ons af, wat momenteel de prijs van goud is, en laten we zien hoe beleggers die met hefboomproducten een risico durven te nemen, kunnen profiteren van de stijgende of dalende prijzen van de troy ounce.

Van glanzend geel naar het “zwarte goud”: het jaarlijkse onderzoek van Goldman Sachs Research over de belangrijkste olie- en gasinstallaties ter wereld draagt de naam “Top Projects”. Uit dit onderzoek blijkt dat deze industrie zich in een fase van verandering bevindt. De wereldwijde druk om de CO₂-uitstoot in de energiesector terug te dringen, heeft tot een slankere markt geleid. Michele Della Vigna, Co-Head of European Equity Research bij Goldman Sachs, maakt in het KnowHow-interview vanaf pagina 4 een inventarisatie.

the Goldman Sachs team

infomarkets@gs.com

IN GESPREK: MICHELE DELLA VIGNA, GOLDMAN SACHS

Van “big oil” naar “big energy”

Het jaarlijkse Goldman Sachs Research onderzoek over ‘s werelds belangrijkste olie- en gasbeleggingen, een serie met de titel “Top Projects”, toont een veranderende industrie. De wereldwijde druk om de CO₂-uitstoot in de energiesector te verminderen,

leidt tot een slankere markt, met minder bedrijven die over een beter kapitaal beschikken en die zich met eenvoudigere, maar meer rendabele projecten bezig moeten gaan houden. Michele Della Vigna, Co-Head of European Equity Research, beantwoordde

op www.goldmansachs.com een aantal vragen over de wisselwerking tussen de verbeterende winstgevendheid en de aandacht voor hernieuwbare energiebronnen.



Het “Top Projects”-rapport voor 2019 is getiteld “The Restoration”. Wat is er hersteld?

Michele Della Vigna Kort gezegd: de winstgevendheid. In de afgelopen vijf jaar hebben de grote oliemaatschappijen hun marktaandeel in langetermijnprojecten en Amerikaanse leisteenuitverbruik verdubbeld, waardoor de aantrekkelijke rendementen, die verloren zijn gegaan tijdens de olie- en gasrevoluties in de jaren 2000, zijn hersteld. Vooruitkijkend verwachten wij dat het interne rendement voor nieuwe projecten tussen de 15 en 30 procent kan liggen. Dat is 50 procent hoger dan het rendement van de projecten die in het decennium tot aan 2014 zijn goedgekeurd. Er zijn tekenen dat de grote oliemaatschappijen een leidende rol zullen gaan spelen in de sterk gefragmenteerde Amerikaanse leisteenuitverbruik.

Wat zijn de drijvende krachten in deze nieuwe fase?

Michele Della Vigna Het beschikbare kapitaal voor nieuwe megaprojecten is de afgelopen vijf jaar sterk gedaald. De financiële instellingen richten zich bij hun investeringen meer op hernieuwbare energiebronnen. Tegelijkertijd proberen de grootste energiebedrijven hun CO₂-uitstoot te verminderen, wat hen dwingt om hun olieveldprojecten te beperken. Als gevolg hiervan zijn de toegangsbarrières hoger en stijgen de risicopremies op aandelen bij nieuwe langetermijnprojecten, wat uiteindelijk leidt tot meer consolidatie. Deze slankere marktstructuur – en niet de hogere olieprijs – staat centraal in onze prognose dat het rendement van de industrie zal stijgen.

U merkt op, dat de ondernemingen zich afwenden van uitbreiding van hun resources en in plaats daarvan naar korter lopende projecten kijken. Welke invloed heeft dit op de grondstoffenaandelen?

Michele Della Vigna Uit onze analyse blijkt dat de resterende resources die nog gewonnen kunnen worden sinds 2014 met maar liefst 20 jaar zijn afgenomen, voornamelijk door nationale oliemaatschappijen en exploratie- en energiewinningsbedrijven. Een ander gevolg van de heroriëntatie op de productie-efficiëntie is een meer dynamische kostencurve – in het rapport van dit jaar (van “Top Projects”) gaan we in ons model, voor het tweede opeenvolgende jaar, uit van een afname van de energievoorraden. Dit komt doordat de exploratie niet bijzonder succesvol was en onze ramingen voor leisteenuitverbruik.

MICHELE DELLA VIGNA

Goldman Sachs Global Investment Research



Michele Della Vigna leidt de business unit Commodity Equities voor EMEA (Europa, het Midden-Oosten, Afrika) en coördineert de strategie en inhoud voor de Global Equity Energy and Natural Resources Teams in het Global Investment Research (GIR). Hij is lid van het Client and Business Standards Committee van het GIR en het European Investment Review Committee. Van 2009 tot 2014 was hij Co-Manager van de business unit Commodities and Energy bij het European Equity Research en van 2014 tot 2017 Co-Head van het European Equity Research. In 2001 trad hij in dienst bij Goldman Sachs als financieel analist bij het European Energy Equity Research en werd in 2009 tot Managing Director benoemd. Zijn bachelor in economie behaalde hij in 2001 aan de Luigi-Bocconi-universiteit in Milaan.



“DE GROOTSTE ENERGIEPRODUCENTEN PROBEREN HUN CO₂-BALANS TE VERBETEREN. DAARDOOR KUNNEN ZIJ HUN OLIEVELDPROJECTEN SLECHTS IN BEPERKTE MATE VOORTZETTEN. DE TOEGANGSBARRIÈRES ZIJN DAARDOOR HOGER EN BIJ NIEUWE LANGETERMIJNPROJECTEN STIJGEN DE RISICOPREMIËS, WAT UITEINDELIJK LEIDT TOT MEER CONSOLIDATIE. NIET DE HOGERE OLIEPRIJZEN, MAAR DE SLANKERE MARKTSTRUCTUUR STAAT CENTRAAL IN ONZE PROGNOSE DAT HET RENDEMENT VAN DE BRANCHE ZOU KUNNEN VERBETEREN.”

voor het tweede jaar op rij naar beneden moesten worden bijgesteld.

Hoewel de grondstofvoorraden zijn afgenomen, is de winstgevendheid ervan verbeterd. We zien dat in 2014 slechts 18 procent van de onbenutte grondstoffen onder de USD 60 per vat was, terwijl op dit moment 73 procent winstgevend is. Hieruit kan worden opgemaakt dat de industrie in staat is om de kapitaalomzet en het totale rendement te verhogen.

Hoe ziet de planning voor de komende grootste projecten eruit?

Michele Della Vigna Naar onze mening zal de eerste golf van definitieve investeringsbeslissingen waarschijnlijk projecten met braakliggend land betreffen die sneller renderen, vooral in West-Afrika, de Golf

van Mexico en de Noordzee. Het aantal projecten zou sterk moeten toenemen in 2019 en 2020, met name als gevolg van de diepzee- en LNG-investeringen van de grote oliemaatschappijen.

We verwachten voor deze twee jaar ongeveer USD 120 miljard aan LNG-projecten, terwijl de industrie de output gap afsluit die het resultaat was van lage investeringen gedurende een periode van vier jaar, terwijl er wel een grote vraag was.

Wat betekent dit voor de wereldwijde verschuiving naar hernieuwbare energiebronnen?

Michele Della Vigna Het herstel van de winstgevendheid helpt de grote oliemaatschappijen om te investeren in hun eigen transitie naar hernieuwbare energiebronnen. Wij vinden het van strategisch belang dat

de energiesector werk maakt van de verlaging van de CO₂-uitstoot om de globale opwarming van de aarde te stoppen. De grootste spelers in de industrie beschikken over een tal van tools die hen in staat stellen zich breder te oriënteren en schonere energie te gaan leveren. We noemen dit de overgang van “big oil” naar “big energy” omdat de bedrijven hun aanwezigheid in wereldwijde gas- en elektriciteitsketens uitbreiden, inclusief hernieuwbare energiebronnen, opladen van elektrische voertuigen, biobrandstoffen en koolstofopslag. Dankzij hun winstgevende olie- en gasprojecten kunnen deze bedrijven op deze gebieden investeren en tegelijkertijd hun bedrijfsresultaten verbeteren.

De vragen en antwoorden van Michele Della Vigna werden gepubliceerd in “Briefings”, de nieuwsbrief van Goldman Sachs van 1 april 2019.

SPECIALE AANDACHT: DE GOUDPRIJS

“Veilige haven” met leverage?

Ondanks de aanhoudende bezorgdheid over de economische groei en hoewel de langetermijnrendementen zijn gedaald, ontwikkelt de goudprijs zich sinds het begin van dit jaar niet zo goed. Daarom rijst de vraag of goud zijn rol als “veilige haven” nog steeds kan vervullen.

Eind maart verraste de zwakke Duitse inkoopmanagersindex de markten en werd de aandacht weer op een geringe wereldwijde groei gevestigd. Bovendien is de Amerikaanse rentecurve voor het eerst sinds 2007 omgekeerd. Dat betekent dat het rendement op kortlopende obligaties atypisch hoger is dan dat van langlopende obligaties. Bovendien daalden de Amerikaanse rentetarieven met een looptijd van tien jaar, die gemiddeld een sterk negatieve correlatie met goud hebben, van 1 procent tot en met 0,53 procent aan het einde van maart (29.03.2019).

Al deze feiten spreken eigenlijk voor een stijgende goudprijs. Toch is de troy ounce sinds het begin van het jaar slechts met

1,2 procent gestegen (zie afbeelding 1, pagina 8). Daarbij zou een verandering van de reële rentetarieven van deze omvang in het verleden de goudkoers hebben opgedreven (met 8 procent). Hoe kon het tot deze ontkoppeling van de correlatie van goud en rentetarieven sinds het begin van dit jaar komen? In ons hoofdartikel proberen we deze vraag te beantwoorden en laten we zien hoe risicotolerante beleggers met turbo's en traders met leverage in de goudprijs kunnen investeren.

RENTE ALS EEN RISICOBAROMETER?

Het feit dat de goudkoers zich dit jaar zo slecht heeft ontwikkeld, is waarschijnlijk omdat de bezorgdheid over een recessie is afgenomen. En een van de belangrijkste

redenen voor de toegenomen risicobereidheid onder beleggers was de terughoudendheid van de Amerikaanse centrale bank, de Fed. Hierdoor is de angst van beleggers voor een recessie afgenomen. Dit is ook te zien aan de sterke koersontwikkeling van risicovolle beleggingen zoals aandelen (zie afbeelding 2). De S&P 500® is sinds het begin van dit jaar tot eind maart met 14 procent gestegen. Beleggingen in goud zijn meestal negatief/invers gecorreleerd met beleggingen in risicovollere risicoklassen. Wanneer men meer in risicovolle beleggingen investeert, neemt de belangstelling om in goud te beleggen meestal af.



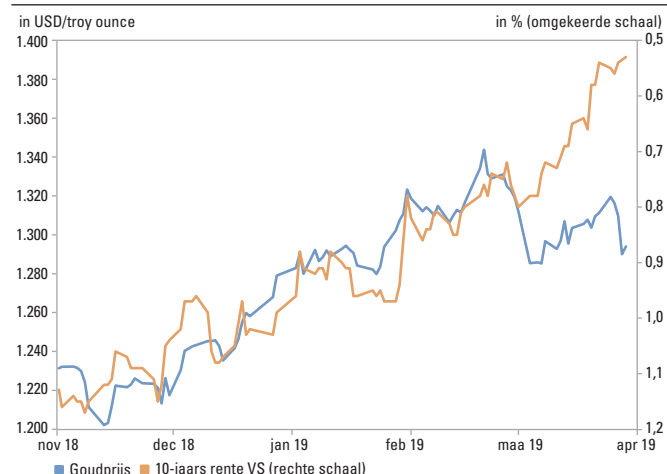


STEFFEN BIALLAS

Head of Public Distribution
Goldman Sachs International
London



AFBEELDING 1: GOUD EN RENTE



Hoewel de reële Amerikaanse rentetarieven zijn gedaald, is de goudprijs in de eerste paar maanden van 2019 slechts marginaal gestegen.

Stand: 29.03.2019; bron: Bloomberg, Goldman Sachs Global Investment Research

AFBEELDING 2: GOUD EN S&P 500®



De ontwikkeling van de goudkoers werd geremd door de afnemende vrees voor een recessie, wat resulteerde in stijgende aandelenprijzen ...

Stand: 29.3.2019; bron: Bloomberg, Goldman Sachs Global Investment Research

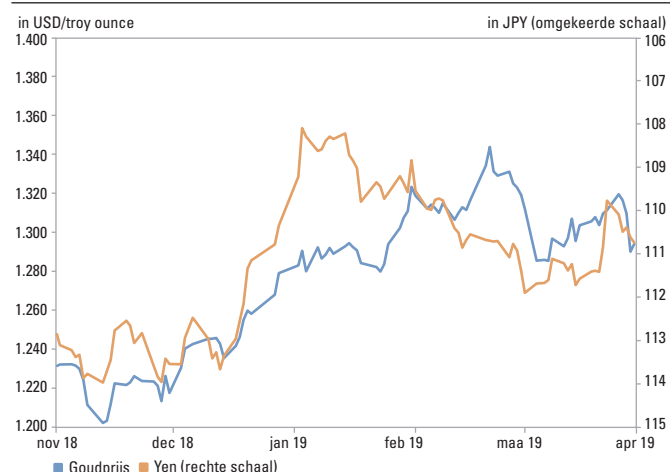
De ont koppeling van de correlatie tussen goud en de reële rente sinds het begin van dit jaar is waarschijnlijk niet omdat goud zijn status als veilige haven zou hebben verloren. Integendeel, de reële rente met een looptijd van 10 jaar is nu een slechte risicobarometer geworden. Dit bevestigt ook het vermoeden dat de correlatie van goud

en rente in een later stadium van de cyclus gecompliceerder wordt. In een vroeg stadium van de cyclus hebben lagere rentetarieven de neiging het risico van valuta-depreciatie te vergroten. Als gevolg hiervan neemt de vraag naar goud vaak toe. In een laat stadium van de cyclus, wanneer het monetaire beleid verscherpt, verschuift de

aandacht van het risico van valutadevaluatie naar het risico van een toekomstige recessie.

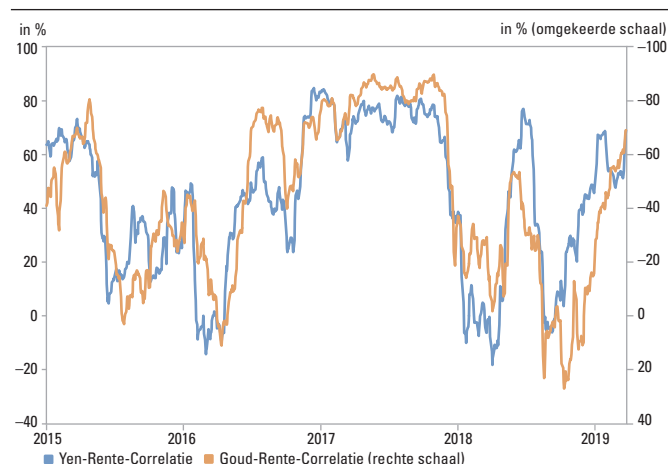
Vanuit het perspectief van goudbeleggers kunnen hogere rentetarieven daarom zelfs positief zijn omdat ze risicovolle beleggingen kunnen verzwakken en tot meer recessiezorgen kunnen leiden. Daarentegen kun-



AFBEELDING 3: GOUDPRIJS EN DE YEN

... en zich in een dalende koers van de Japanse yen weerspiegelt. Een Amerikaanse dollar kostte ongeveer 111 yen in april 2019.

Stand: 29.3.2019; bron: Bloomberg, Goldman Sachs Global Investment Research

AFBEELDING 4: CORRELATIE YEN-RENTE EN CORRELATIE GOUD-RENTE

Een negatieve correlatie van goud met de rente is van toepassing als de reële rente als een risicobarometer fungeert en met de yen correleert.

Stand: 29.3.2019; bron: Bloomberg, Goldman Sachs Global Investment Research

nen lagere rentetarieven dan leiden tot optimisme bij de beleggers en veilige beleggingen zoals goud minder aantrekkelijk worden. Buiten de vroege stadium van de cyclus, wanneer lagere reële rentetarieven zelfs tot angst voor depreciatie kunnen leiden, werkte de correlatie tussen goud en rentetarieven in het verleden alleen als

de rentetarieven een goede barometer voor het risicosentiment waren.

DE BETEKENIS VAN DE JAPANESE YEN

De yen is eveneens een beleggingscategorie die traditioneel als een veilige haven wordt beschouwd. Ook de yen is afgeweken van de reële rente met een looptijd van 10 jaar (zie afbeelding 3). In feite hangt de correlatie van goud en de reële rente nauw samen met de correlatie van de reële rente en de yen (zie afbeelding 4). Dit betekent, dat de correlatie van goud en de reële rente negatief is als de reële rente wordt bepaald door veranderingen in de risicobereidheid en de groeiverwachtingen in lijn zijn met de ontwikkeling van andere veilige havens.

Al met al zou goud zich in de toekomst positief kunnen ontwikkelen als gevolg van de bezorgdheid over de recessie met betrekking op het late stadium van de Amerikaanse cyclus en de negatieve Duitse 10-jaars reële rentetarieven. Bovendien zouden de rendementen op risicovolle beleggingen na de koersrally in het eerste kwartaal laag en volatiel kunnen zijn. Wat zou kunnen pleiten voor goud als extra bescherming van de beleggingsportefeuille. Bovendien zijn er sinds het begin van het jaar meer goudaankopen door de centrale banken gerapporteerd. Zo hebben Rusland, China en Kazachstan in de periode van januari tot februari 2019 hun voorraad met 62 ton verhoogd in vergelijking met de 49 ton tussen januari en februari van het voorgaande jaar.

MET LEVERAGE IN GOUD BELEGGEN

Goud en andere edelmetalen, zoals zilver of platina, waren in de afgelopen jaren

aan sterke fluctuaties onderhevig, die de kopers van hefboomproducten weten te waarderen. Er is voor beleggers een groot aanbod van turbo's en traders. Beleggers kunnen met leverage in alle vier de kostbare edelmetalen beleggen. De kopers profiteren bij alle producttypen meer dan evenredig, dus met hefboomwerking, van de koersbewegingen van het desbetreffende edelmetaal. Zo kan een fluctuatie van één procent in de onderliggende waarde leiden tot een fluctuatie van meerdere procenten bij het hefboomproduct. De leverage kan hoge winsten opleveren. Aan de andere kant kan dit ook zeer snel tot hoge verliezen leiden, in het ergste geval zelfs tot volledig verlies omdat de leverage twee kanten op werkt. Bovendien is het van belang om rekening te houden met het emittentenrisico.

De meningen en cijfers in het eerste deel van dit artikel zijn, met uitzondering van het laatste deel, afkomstig uit "Metal Express: Has gold lost its safe haven status?" dat door Goldman Sachs Commodities Research op 29 maart 2019 werd gepubliceerd. Het deel "Met leverage in goud beleggen" is gebaseerd op de producten en de website www.gsmarkets.nl van de Securities Division van Goldman Sachs International.





BELEGGEN ALS DE RENDEMENTEN LAAG ZIJN

Op vlak terrein ...

In tijden van een afnemende winstdynamiek voor bedrijven en lagere rente is het voor beleggers steeds moeilijker om groei en rendement te realiseren. Twee strategieën kunnen dan effectief zijn: op zoek gaan naar bedrijven met een hoge cashflow met bovengemiddelde investeringen en de voorkeur geven aan bedrijven met stabiele inkomsten en een aantrekkelijk dividendrendement.

Tien jaar zijn er verstreken sinds in maart 2009 het laagste punt op de markt werd bereikt. Op het laagste punt was de S&P 500® met 57 procent gedaald en de STOXX Europa 600 met 61 procent. Sindsdien vertoont de markt een opmerkelijk herstel: de S&P 500® behaalde in een tijdsbestek van tien jaar op jaarbasis een totaal rendement van 18 procent, de STOXX Europe 600 steeg op jaarbasis met 13 procent.

Het verbazingwekkende is dat deze goede rendementen op de aandelenmarkten werden bereikt ondanks een relatief zwakke

conjunctuur. Door de bescheiden economische groei lijken we te vergeten dat de huidige conjunctuurrings al ongebruikelijk lang duurt. Ondanks de bezorgdheid over de groei die er in het vierde kwartaal van 2018 heerste, zal de Amerikaanse economie deze zomer de langste fase van economische groei in bijna 150 jaar ervaren. In Europa werd de economische groei tussen 2010 en 2012 door de staatsschuldencrisis onderbroken. De groei is op dit moment beperkt, maar in de tweede helft van 2019 verwacht men herstel en een bescheiden groei.

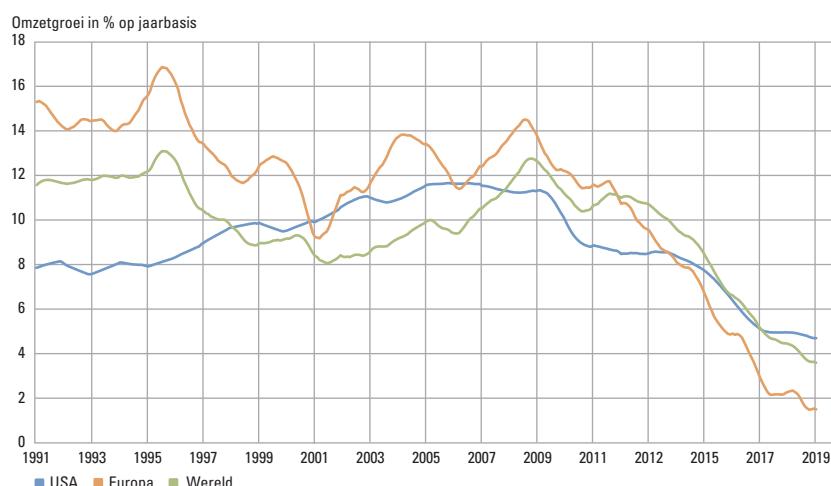
De daling van de aandelenkoersen van eind vorig jaar heeft tot een economische recessie geleid die volgens de economen van Goldman Sachs niet realistisch was. Inmiddels hebben de markten zich weer hersteld en wijst alles op een lage, maar nog steeds positieve groei. Achteraf gezien ging de koersdaling in het vierde kwartaal van 2018 gepaard met de verwachting dat de inkoopmanagersindexen relatief sterk zouden dalen. Sinds het begin van dit jaar is de situatie omgekeerd – de verwachting is dat er weinig ruimte zal zijn voor een verdere stijging van de aandelenkoersen ten opzichte van het reeds bereikte niveau.

GERING GROEIPOTENTIEEL DOOR MINDER GOEDE RESULTATEN

Volgens analisten van Goldman Sachs zou het rendement op beleggingen in aandelen in de toekomst mogelijk meer afhankelijk kunnen zijn van de winst en de dividendgroei. Dit zou een trendbreuk kunnen zijn in vergelijking met het afgelopen decennium: sinds de financiële crisis zijn de opbrengsten uit aandelen voornamelijk afhankelijk van een stijgende waardering en minder van de winstgroei van bedrijven. Nu de waarderingen mogelijk niet significant stijgen, spelen de bedrijfsresultaten bij het rendement voor aandeelhouders een steeds belangrijker rol.

Het probleem is dat de winst nauwelijks zal stijgen omdat de marges naar verwachting zullen dalen. Ook in dit opzicht is de sinds 2009 voortdurende cyclus tot nu toe relatief ongebruikelijk, omdat een bovengemiddeld deel van de winstgroei van bedrijven te danken was aan de verbeterde marges. Dit was met name het geval in de VS, waar het gebruik van technologieën hoge marges mogelijk maakte. Tien Amerikaanse bedrijven waren sinds 2009 verantwoordelijk voor 50 procent van de verhoging van de marges in de S&P 500®. Ook in Europa bereikten de marges van bedrijven een recordniveau. De analisten van Goldman Sachs verwachten dat deze inmiddels hun hoogtepunt hebben bereikt en er nu een neerwaartse trend wordt ingezet omdat de stijgende arbeidskosten en de afnemende groei weinig ruimte laten voor margesverhogingen. Dit is ook het belangrijkste verschil tussen de prognoses van Goldman Sachs en de consensusramingen: terwijl analisten van Goldman Sachs een nettowinstmarge in Europa van rond de 7,4 procent in 2019 voorspellen, die zal dalen tot 7,3 procent in 2020 en 2021, wordt er dit jaar volgens de bottom-up

AFBEELDING 1: DE OMZETGROEI NEEMT AF



Wereldwijd zien we dat de omzetgroei van bedrijven afneemt.

Bron: *Worldscope, Datastream, Goldman Sachs Global Investment Research*; stand: 25.03.2019

consensus een stijging tot 7,8 procent (2018: 7,6 procent) verwacht en bedraagt deze 8,2 en 8,6 procent in 2020 en 2021.

AFNAME OMZETGROEI

Met stabiele waarderingen en vlakke tot licht dalende marges is het rendement van aandeelhouders in steeds grotere mate afhankelijk van de omzetgroei. Hier is de structurele zwakte het duidelijkst zichtbaar: afbeelding 1 laat zien, hoe de groei van de omzet van de bedrijven in de afgelopen jaren is afgenomen. Daar zijn vele redenen voor: lagere inflatie en een zwakker nominaal bruto binnenlands product (bbp) zijn zeker zwaarwegende factoren. Andere verklaringen kunnen de impact van technologieën en nieuwkomers in vele industrieën, die de markt verstoren, zijn.

Als gevolg hiervan zal de winstgroei dit jaar naar verwachting vrij laag zijn. Met een winststijging van 22 procent in 2018 voorspellen de strategen van Goldman Sachs in de VS een winstgroei van 6 procent voor de S&P 500® dit jaar. Daarbij bestaat het risico dat het lager zou kunnen uitvallen. In Europa verwacht Goldman Sachs een winststijging van 2 procent voor de STOXX Europe 600, terwijl Azië en Japan naar verwachting met 3 procent zullen groeien.

Een recessie in de nabije toekomst is eerder onwaarschijnlijk. Ten eerste zijn de rentetarieven van de centrale banken niet veel veranderd, in Europa zelfs helemaal niet. Ten tweede zijn er geen onevenwichtigheden in de particuliere sector: de spaarquote van de VS is historisch gezien hoog en de risico's op de balansen van banken zijn afgenomen.

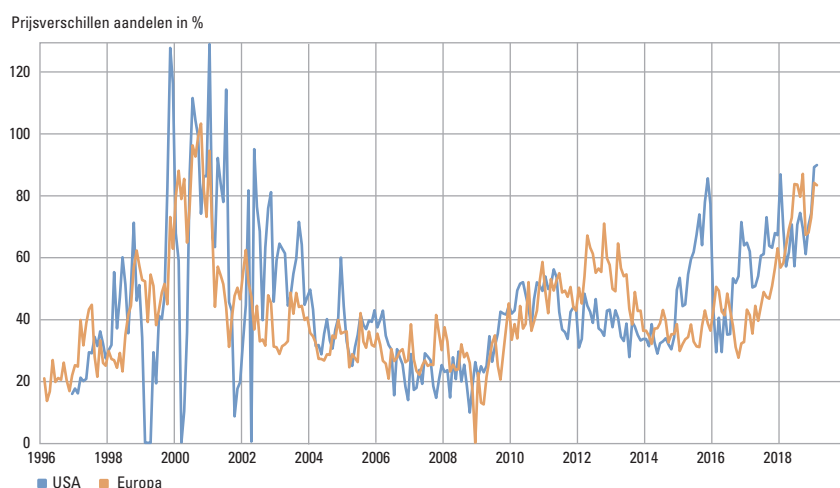
Tegelijkertijd zijn er geen potentiële groei-versnellers in zicht: de rentetarieven bieden weinig speelruimte naar beneden en de VS hebben al veelvuldig gebruikgemaakt van het scala aan fiscale maatregelen. Dat, zoals in veel delen van de wereld, heeft geleid tot een stijging van de overheidsschuld.

REGIONALE VERSCHILLEN

Op regionaal niveau zien we verschillende vooruitzichten wat betreft de groei.



AFBEELDING 2: HOGE OMZETGROEI, HOGE WAARDERING



Zowel in de VS als in Europa hebben de aandelen van snelgroeiende bedrijven een zeer hoge opslag in vergelijking met bedrijven die minder sterk groeien – voor kopers is verdere groei relatief duur.

Bron: I / B / E / S, Datastream, Goldman Sachs Global Investment Research; stand: 25.03.2019

Ondanks de inspanningen van de Europese Centrale Bank (ECB) is het reële rendement van Duitse staatsobligaties losgekoppeld van de ontwikkeling van het rendement op Amerikaanse staatsobligaties. Dat lijkt te duiden op geringe economische groei in Duitsland. Deze veronderstelling wordt ondersteund door de naar verhouding lagere omzetverwachtingen van inkoopmanagers in Europa. De Aziatische markten zouden op hun beurt kunnen profiteren

van een ontspanning van de handelsbetrekkingen en een versoepeling van het monetair beleid.

De Europese aandelenmarkten zijn eind vorig jaar minder sterk gedaald dan de Amerikaanse markten en hebben zich dit jaar hersteld. Als gevolg hiervan hebben de Europese aandelen de beste kansen om beter te presteren wanneer de groei prognoses verbeteren ten opzichte van de huidige lage verwachtingen en de renteverwachtingen stijgen. Een afname van de politieke risico's op de korte termijn en minder bezorgdheid over de Europese verkiezingen zouden ook helpen. Terwijl de economen van Goldman Sachs verwachten dat de Europese groei zal aantrekken van ongeveer 0,5 procent in de eerste helft van het jaar tot ongeveer 1,5 procent in de tweede helft van het jaar, is het wellicht nog te vroeg voor beleggers om zich hier op langere termijn te positioneren – de ervaring leert dat de perioden van onderperformance in Europa en Japan eerder kortstondig en cyclisch zijn dan duurzaam en structureel.

“VALUE” OF “GROWTH”?

Hoe zit het met de verschillende onderdelen van de markt? In de afgelopen tien jaar werden de rendementen op de aandelenmarkten voornamelijk bepaald door “factoren” of kwetsbaarheden met betrekking tot macrovariabelen. De beslissende factoren hierbij waren de aanhoudende onderperformance van “value” versus “growth” en de onderperformance van “cyclische” versus “defensieve” aandelen. Wereldwijd is het aandeel van bedrijven met weinig groei in de afgelopen twee decennia

gestaag toegenomen. In Europa verwachten de economen van Goldman Sachs dat minder dan 15 procent van de ondernemingen hun omzet op middellange termijn met meer dan 8 procent zal zien toenemen. Dit is een scherpe daling in vergelijking met de ongeveer 45 procent in 2000. Het probleem voor beleggers die voor rendement gaan, is dat bedrijven met een sterke omzetgroei zowel in de VS en in Europa momenteel zeer hoog worden gewaardeerd (afbeelding 2).

Dit betekent dat beleggers meer dan ooit bereid zijn om te betalen voor verdere incrementele groei. Het is lastig om potentiële groei te vinden die weinig kost. Aangezien de sectoren met een traditioneel sterkere groei al relatief hoog worden gewaardeerd, kunnen zij hun doelstellingen beter realiseren wanneer zij zich bij de zoektocht naar groeimogelijkheden niet tot bepaalde sectoren beperken. Een over het algemeen aan te bevelen aanpak is te kijken naar bedrijven die een bovengemiddeld hoge cashflow hebben en tegelijkertijd meer dan gemiddeld in hun bedrijf investeren. Een bedrijf in deze categorie investeert ongeveer 60 procent in onderzoek en ontwikkeling en verdere groei. Ter vergelijking: het marktgemiddelde is hier ongeveer 10 procent.

Een andere strategie zou kunnen zijn om op zoek te gaan naar bedrijven met aanhoudende stabiele inkomsten, die voldoende dividend uitkeren en tegelijkertijd hun dividend op regelmatige basis verhogen. Beleggers die op zoek zijn naar snelgroeiende bedrijven die veel investeren, zullen deze eerder op de Amerikaanse aandelenmarkt aantreffen. Daarentegen is het dividendrendement in Europa over het algemeen hoger. Naar verwachting zal het dividendaandeel van het totale rendement op Europese aandelen in de loop van de tijd verder toenemen. Aan de andere kant is de groei in Europa langzamer dan elders. Sterke groei en een daarmee gepaard gaande stijging van de koersen of gematigde groei en een stijgend dividendrendement: beleggers dienen een afweging te maken voor welke van deze conflicterende doelstellingen zij kiezen.

De in deze bijdrage gepresenteerde meningen en afbeeldingen zijn afkomstig uit “Global Macroscope – What to Buy When the World Is Flat”, gepubliceerd op 25 maart 2019 door Goldman Sachs Portfolio Strategy Research.



Economische kalender en bedrijfsnieuws mei 2019



Woensdag 15 mei 2019

BBP eurozone

Het Europese Bureau voor de Statistiek Eurostat publiceert de actuele gegevens over de groei van het bruto binnenlands product in de eurozone van het vierde kwartaal van 2018. Volgens de eerste raming van maart 2019 steeg het BBP van de eurozone (ER19) in het laatste kwartaal van 2018 met 0,2 percent en steeg het in de EU28 met 0,3 percent.

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

Donderdag 16 mei 2019

Kwartaalcijfers Walmart

's Werelds grootste retailer presenteert cijfers voor het eerste kwartaal van het fiscale jaar 2019. Met een omzet van USD 510 miljard bedroeg de netto-winst van Walmart in het afgelopen jaar USD 6,67 miljard. Analisten wachten bovendien met spanning op de plannen van Walmart om de concurrentie van Amazon op afstand te houden.

Bron: Walmart,
<https://corporate.walmart.com/newsroom/financial-events>

Vrijdag 17 mei 2019

Eurozone Index van de Consumentenprijzen

Het Europese Bureau voor de Statistiek Eurostat publiceert elke maand het Geharmoniseerde Indexcijfer der Consumptieprijzen (GICP) voor de eurozone. De GICP omvat veranderingen in de prijzen van goederen en diensten. Het wordt beschouwd als een belangrijke indicator voor veranderingen in kooptrends en inflatie in de eurozone.

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

Amerikaans consumentenvertrouwen

De University of Michigan publiceert een belangrijke maandelijkse indicator, de Michigan Consumer Sentiment Index, die het consumentenvertrouwen in de VS weerspiegelt. De indicator is gebaseerd op een onderzoek onder 500 consumenten. Een hogere waarde duidt op een groter optimisme onder consumenten, een lagere waarde duidt op daling van het koopgedrag. In maart steeg de indicator tot 97,8, in februari noteerde de index nog 93,8.

Bron: University of Michigan, <https://data.sca.isr.umich.edu/fetchdoc.php?docid=60722>

Arbeidsmarktrapportage VS

Het Amerikaanse Ministerie van Werkgelegenheid publiceert maandelijks belangrijke gegevens over de werkgelegenheid exclusief landbouw, gemiddelde uurloonen, werkloos-



heidspercentages, gemiddeld wekelijks aantal gewerkte uren en de arbeidsparticipatiegraad. Dit laatste geeft het percentage van personen van de beroepsbevolking aan dat in loondienst is of werkzoekend is.

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

Woensdag 22 mei 2019

Britse consumentenprijsindex (CPI)

De consumentenprijsindex (Consumer Price Inflation, CPI) van het Britse Bureau voor Statistiek toont de veranderingen van de consumentenprijzen in de voorafgaande maand voor een representatief pakket van goederen en diensten. De CPI is een belangrijke indicator en maatstaf voor de inflatie en veranderingen in koopgedrag.

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

Vrijdag 24 mei 2019

VS: Orders duurzame consumptiegoederen

Het Amerikaanse US Census Bureau publiceert maandelijks de orders voor duurzame consumptiegoederen exclusief goederen voor Defensie. Producten met een lange levensduur zoals motorvoertuigen vergen meestal hoge investeringen. Deze 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 30 mei 2019

BBP VS

Het Bureau of Economic Analysis (BEA) publiceert een tweede raming van het BBP in de VS voor het eerste kwartaal van 2019 en een eerste schatting van de bedrijfswinsten

over dezelfde periode. In het vierde kwartaal van 2018 was de Amerikaanse economie met 2,6 procent gegroeid ten opzichte van het vorige kwartaal.

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

Vrijdag 31 mei 2019

VS: PCE-kerndeflator

Het Bureau of Economic Analysis (BEA) publiceert gegevens over de belangrijkste besparingen voor persoonlijke consumptie van Amerikaanse burgers in maart 2019. De "Personal Consumption Expenditures Price Index" (PCE) omvat prijswijzigingen van goederen en diensten waar consumenten geld aan uitgeven. Seizoensgebonden producten zoals voedingsmiddelen en energie worden niet in de PCE-hoofdindex opgenomen waardoor de berekening nauwkeuriger is. De kerndeflator PCE is een belangrijke indicator voor de inflatie vooral voor de Amerikaanse centrale bank.

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

Vrijdag 21 juni 2019

Beoordeling samenstelling AEX-Index

Op de derde vrijdag van de maanden maart, juni, september en december past men na het slot van de handel de samenstelling van de AEX-Index (Amsterdam Exchange Index) en de weg van de individuele fondsen aan. Dit gebeurt op basis van marktwaarde, dagelijkse omzet en free float. Fondsen kunnen op deze momenten aan de index toegevoegd of verwijderd worden. De AEX-Index is samengesteld uit de 25 meest verhandelde beursfondsen.

<https://www.euronext.com/en/products/indices/NL0000000107-XAMS/market-information>

ECONOMISCHE KALENDER

mei/juni 2019

ECONOMISCHE KALENDER

17 mei 2019	EU, Europese Consumentenprijsindex US, Arbeidsmarktrapport US, Consumentenvertrouwen UNI Michigan
22 mei 2019	UK, Consumentenprijsindex
23 mei 2019	DE, Ifo Bedrijfsklimaat Index
24 mei 2019	US, Inkomende bestellingen duurzame consumptiegoederen
28 mei 2019	US, S&P/Case-Shiller huizenprijsindex US, Consumentenvertrouwen Conference Board
29 mei 2019	DE, Werkgelegenheid
30 mei 2019	US, bruto binnenlands product
31 mei 2019	DE, Detailhandelsverkopen US, PCE-deflator
3 juni 2019	US, Inkoopmanagersindex (PMI)
5 juni 2019	EU, Producent Prijs Index (PPI) Eurozone
6 juni 2019	EU, bruto binnenlands product Eurozone EU, ECB, Persconferentie bijeenkomst Raad van Bestuur US, Handelsbalans

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

SECURITIES DIVISION
Securitized Products

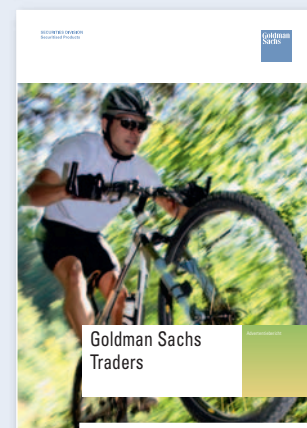
Goldman Sachs

ADVANTAGE investor.

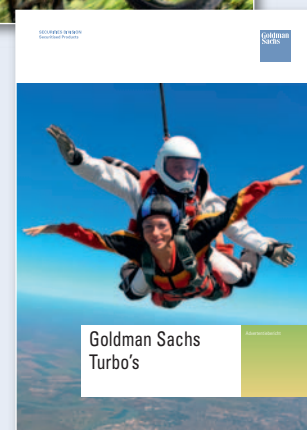
- ☒ Aantrekkelijke prijzen en spreads
- ☒ Grote keuze uit Turbo's en Traders
- ☒ Betrouwbare handel



© Goldman Sachs International, 2019. All rights reserved.



Goldman Sachs Traders



Goldman Sachs Turbo's



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.