

Perspectives

Analyse van de financiële markten

Macro-economisch klimaat 3

- De economische groeivertraging zet zich wereldwijd door.
- De monetaire verkrappingscyclus van de Federal Reserve nadert zijn einde.
- Onconventionele monetaire beleidsmaatregelen zullen de standaardaanpak worden in de volgende economische of financiële crisis.

Financiële markten 9

- In 2018 zijn de waarderingsveelvouden van aandelen fors gedaald.
- De vertraging van de wereldwijde conjunctuur houdt risico's in voor de bedrijfswinsten.
- Langlopende staatsobligaties en goud profiteerden van de toename van de risicoaversie in het vierde kwartaal van 2018.

Op onze blog vindt u de standpunten van onze experts, zodat u op de hoogte kunt blijven van de financiële actualiteit en de analyse van de financiële markten

www.blinvestmentsblog.com

Bezoek ook onze website

www.bli.lu

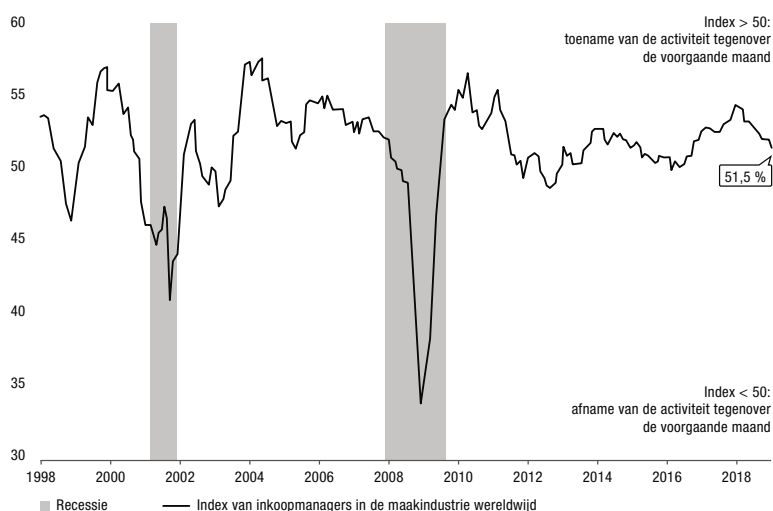
Een publicatie van

BLI - Banque de Luxembourg Investments S.A.



Macro-economisch klimaat

ACTIVITEIT IN DE MAAKINDUSTRIE WERELDWIJD



Bron: Evercore ISI

Twee jaar geleden verliep het economische herstel gelijkmatig in alle regio's, en nu lijkt ook de economische vertraging alle regio's te treffen. In de Verenigde Staten beginnen de zwakkere prestaties van de auto-industrie en de vastgoedsector navolging te krijgen in de kapitaalgoederensector, waar de groei van de bestellingen in het vierde kwartaal van 2018 is stilgevallen. De geleidelijke afname van het stimulerende effect van de begrotingsmaatregelen dreigt de groei in 2019 af te remmen. In de eurozone is de graadmeter van de activiteit in de maakindustrie in december 2018 net boven 50 gebleven. Er is dus nog lichte groei, maar we zijn intussen ver verwijderd van de niveaus van een jaar eerder, die op een stevige groei wezen. In China is diezelfde graadmeter in de laatste maand van vorig jaar onder de 50-puntengrens gedoken, wat wijst op een daling van de activiteit in de maakindustrie ten opzichte van een maand eerder. In Japan is het bbp in het derde kwartaal van 2018 gekrompen, maar is het nog wachten op de bbp-groei van het volledige jaar. De algemene daling van de grondstoffen prijzen weerspiegelt de gelijkmatige vertraging van de economische activiteit in alle regio's.

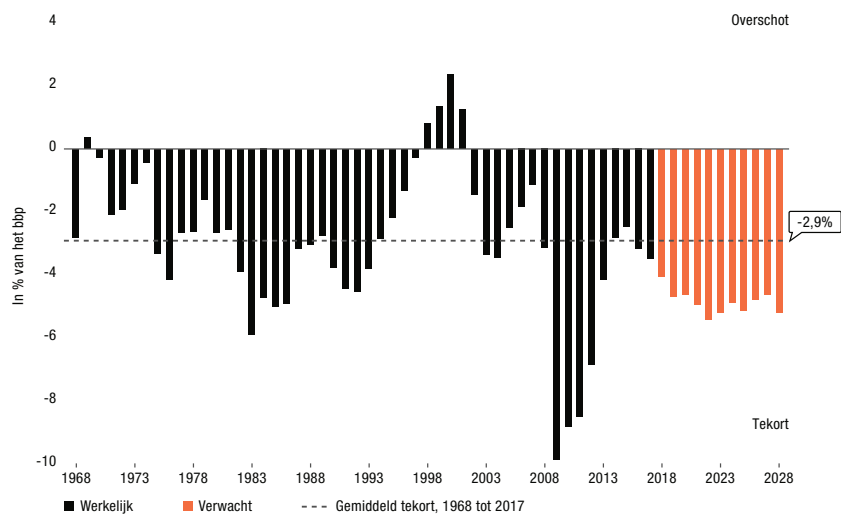
NIEUWE BESTELLINGEN VAN KAPITAALGOEDEREN IN DE VS, ZONDER DE SECTOREN DEFENSIE EN LUCHT- EN RUIMTEVAART



Bron: Bloomberg

In de Verenigde Staten komen de voornaamste tekenen van een conjunctuurvertraging van de bedrijven, waarvan de investeringen een keerpunt lijken te naderen. Na de verlaging van de vennootschapsbelasting en de invoering van een gunstige tijdelijke regeling voor de afschrijving van activa in het kader van de belastinghervorming van december 2017 kochten bedrijven namelijk meer kapitaalgoederen. In het vierde kwartaal van 2018 begonnen de nieuwe bestellingen van dergelijke goederen echter te stagneren. Net als in de voorbije jaren gebruikten bedrijven hun liquiditeiten liever om eigen aandelen in te kopen dan om verder te investeren in hun productiecapaciteit. Zelfs het kapitaal dat met obligaties werd opgehaald, waardoor de kwaliteit van de bedrijfsbalansen flink is verslechterd, werd grotendeels gebruikt om eigen aandelen in te kopen. De daling van de energieprijzen zette voorts druk op de investeringen in de olie-industrie als gevolg van de dalende vraag naar kapitaalgoederen bij de producenten van schalieolie en -gas.

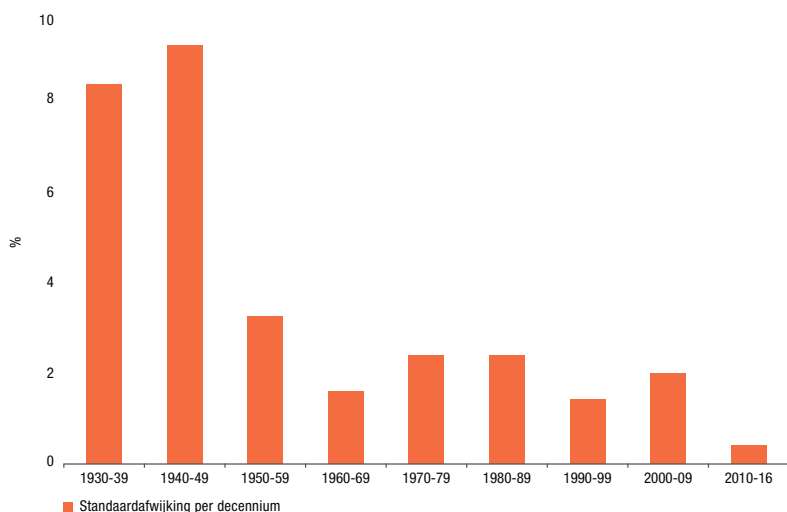
AMERIKAANS BEGROTINGSTEKORT



Bron: Congressional Budget Office, april 2018

Een verdere vertraging van de economische groei zou de Amerikaanse overheid in nauwe schoentjes brengen, gezien de delicate toestand van de overheidsfinanciën. Door de hoge militaire uitgaven en de belastinghervorming van december 2017 is het begrotingstekort in de afgelopen drie jaar gestegen, hoewel het bbp jaarlijks met 2% tot 3% is gegroeid. Volgens ramingen van de begrotingsautoriteit van het Amerikaanse Congres, een federale instantie die deel uitmaakt van het Amerikaanse parlement, zal het begrotingstekort in de komende tien jaar oplopen tot 5% van het bbp als we uitgaan van de gunstige veronderstelling dat het bbp gemiddeld met 3% per jaar blijft groeien. Dus zelfs als de Amerikaanse economie in de komende tien jaar geen recessie zou doormaken, wat zou neerkomen op een recordperiode van twintig opeenvolgende jaren van economische groei, en het bbp met gemiddeld 3% per jaar zou groeien, wat meer is dan het gemiddelde van de afgelopen tien jaar, zal het federale begrotingstekort onhoudbaar worden.

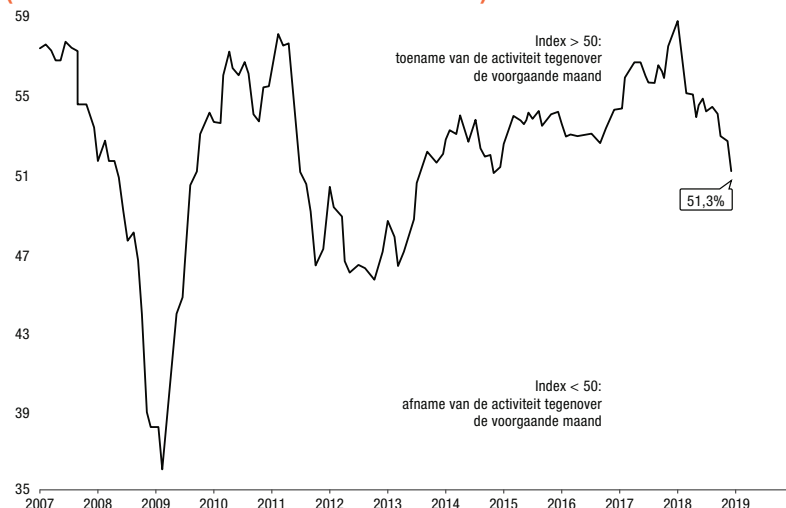
VOLATILITEIT VAN HET REËLE BBP VAN DE VS



Bron: Bureau of Economic Analysis, Strategic Economic Decisions

Ondanks de conjunctuurvertraging en de druk op de overheidsfinanciën lijkt een economische recessie in de Verenigde Staten echter nog niet voor morgen. We mogen niet vergeten dat de ontwikkelde markten dankzij de technologische ontwikkeling in de laatste decennia veel minder cyclisch zijn geworden. De kans op een recessie door te grote voorraden en een onverwachte daling van de privéconsumptie is namelijk klein geworden, omdat bedrijven tegenwoordig het 'just in time'-principe hanteren. Bovendien wordt het aandeel van de dienstensector in het bbp steeds groter en dat van de maakindustrie alsmaar kleiner en zijn diensten minder cyclisch en minder sterk met elkaar gecorreleerd, waardoor recessies minder vaak voorkomen en de groeicycli langer worden. Het grootste risico waardoor het bbp fors zou kunnen krimpen, is een nieuwe financiële crisis. De laatste twee recessies in de VS werden trouwens door dergelijke crisissen veroorzaakt. Financiële crisissen blijven moeilijk te voorspellen, maar kunnen tegenwoordig op eender welk moment losbarsten, gezien de buitensporige schulden.

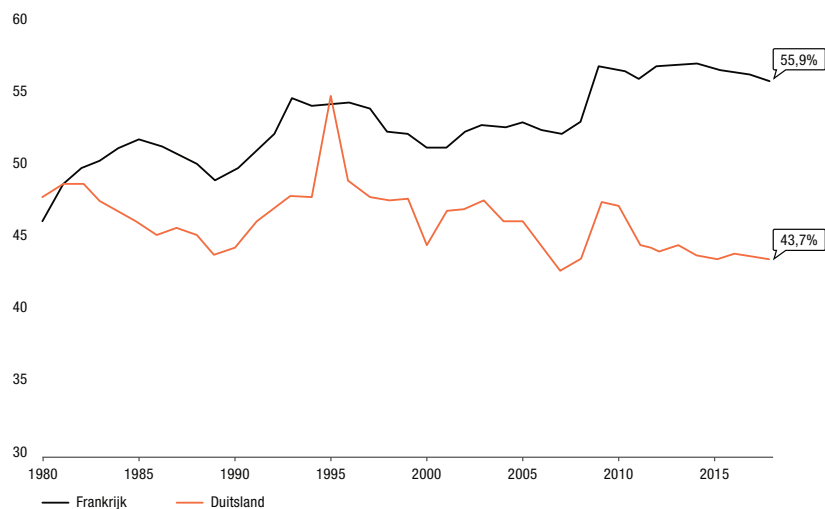
SAMENGESTELDE INDEX VAN INKOOPMANAGERS (MAAKINDUSTRIE EN DIENSTENSECTOR) IN DE EUROZONE



Bron: Evercore ISI

In de eurozone zijn de signalen van een economische vertraging sterker dan in de VS. Door het strengere begrotingsbeleid en de grotere afhankelijkheid van de export heeft de verzwakking van de wereldhandel namelijk een grotere impact op de conjunctuur van de eurozone. Bovendien had de Europese economie de laatste maanden te lijden van een aantal specifieke factoren. Zo werd de autoproduktie in Duitsland tijdelijk verlamd door nieuwe Europese normen voor de homologering van dieselwagens, waardoor het bbp in het derde kwartaal van 2018 kromp. In Frankrijk wogen de protesten van de 'gele hesjes' op de al vertragende groei, waardoor het bbp over heel 2018 met slechts 1,5% is gegroeid. In Italië zijn de onderhandelingen van de populistische regering met de Europese Commissie uitgemond in een compromis. De regering heeft er namelijk mee ingestemd om het begrotingstekort in 2019 te beperken tot 2,04%. De structurele hervormingen die noodzakelijk zijn om de economie aan te zwengelen, kwamen echter niet eens ter sprake. Na het relatief korte economische herstel van eind 2017 en begin 2018 zal de conjunctuur in Europa in 2019 wellicht verder vertragen.

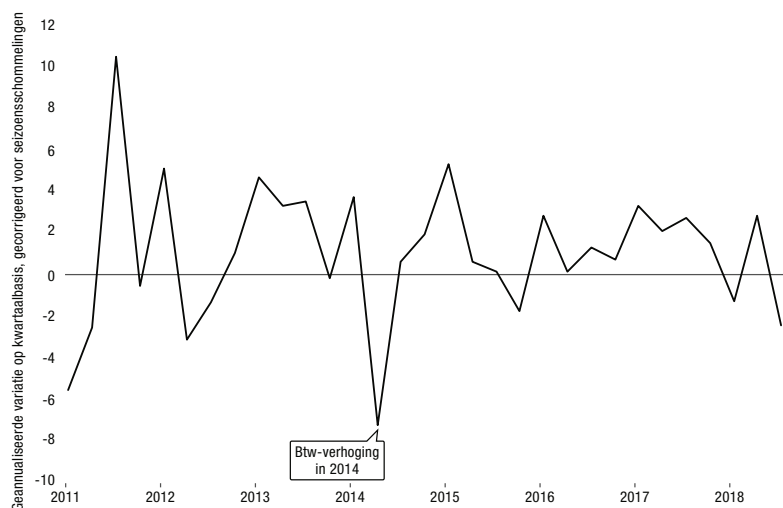
OVERHEIDSUITGAVEN IN % VAN HET BBP (OESO)



Bron: Evercore ISI

Door de vertraging van de economische cyclus in Europa zou de vrees voor het uiteenvallen van de eurozone weer kunnen opduiken, gezien de grote onevenwichten die de eenheidsmunt in de loop van de jaren heeft veroorzaakt. Gesterkt door een munt die te laag noteert in het licht van zijn grote concurrentievermogen boekt Duitsland een alsmaar groter overschot op zijn lopende rekening. Momenteel bedraagt dat bijna 8% van het bbp. Frankrijk, dat van oudsher een grotere openbare sector heeft en daardoor minder concurrerend is, ziet daarentegen zijn begrotingstekort oplopen en kijkt tegen een buitensporige schuldenberg aan. Italië zit in het slop omdat de autoriteiten geen devaluaties meer kunnen doorvoeren, waardoor extremistische politieke partijen aan de macht zijn geraakt. Naast het economische onevenwicht neemt ook de politieke onzekerheid toe. Zo zijn er nog heel wat onduidelijkheden over de brexit en valt het af te wachten hoe de kiezer in mei zal stemmen in de Europese parlementsverkiezingen. De conjunctuurvertraging zou de spanningen in de eurozone dit jaar flink kunnen doen toenemen.

GROEI VAN HET JAPANESE BBP



Bron: Cornerstone Macro

In Japan heeft de regering haar verwachtingen voor de bbp-groei en de inflatie verlaagd als gevolg van de natuurrampen in het derde kwartaal en de zwakke buitenlandse vraag. Zij gaat voor het lopende boekjaar (dat eindigt op 31 maart 2019) nu uit van een bbp-groei van 0,9% in plaats van 1,5%, en van een inflatie in de detailhandel van 1%. Gezien het belang van de exportsector zou de Japanse economie ook lijden onder een verdere escalatie van de handelsspanningen tussen de VS en China als die gevolgen zou hebben voor de wereldhandel en meer in het bijzonder voor de economische groei in China. In oktober van dit jaar wil de regering voorts het btw-tarief verhogen van 8% naar 10% om een deel van de stijging van de ziektekosten te compenseren. Om te voorkomen dat die verhoging de groei zou afremmen zoals gebeurde met de laatste btw-verhoging in 2014, overweegt de regering belastingverlagingen en andere stimuleringsmaatregelen in te voeren om het effect van de btw-verhoging op de binnenlandse consumptie te neutraliseren.

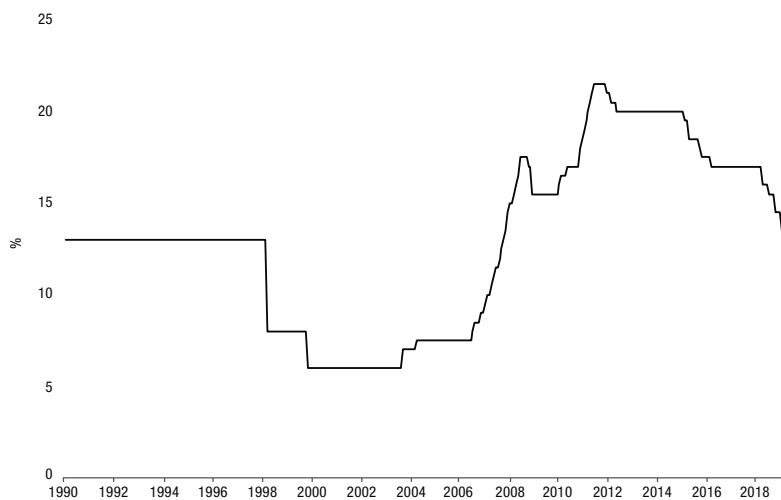
AUTOVERKOOP IN CHINA



Bron: Cornerstone Macro

De huidige vertraging van de Chinese economie is het gevolg van zowel structurele als cyclische factoren. Structureel gezien lijkt de uitbouw van een moderne infrastructuur na jaren van sterke groei die door de centrale overheid werd gefinancierd en gestuurd, grotendeels voltooid. Een tweede structurele factor die het groeipotentieel op lange termijn kan drukken, is de demografische evolutie. De bevolking is in 2018 namelijk voor het eerst sinds de oprichting van de Volksrepubliek China in 1949 licht gedaald. Vanuit het oogpunt van de economische cyclus wordt de groeivertraging vooral veroorzaakt door de regering, die na jaren van sterke schuldgroei de financiële stabiliteit wil garanderen. Door de daling van de binnenlandse vraag als gevolg van het iets minder soepele monetaire beleid is de autoverkoop teruggefallen, dook de indicator van de activiteit in de maakindustrie onder 50 (grens tussen groei en krimp) en verzwakte de huizenmarkt. De handelsspanningen met de VS hebben ook een negatieve invloed, hoewel de netto-impact op het bbp moeilijk kan worden ingeschat, aangezien de import tot nu toe sterker is gedaald dan de export.

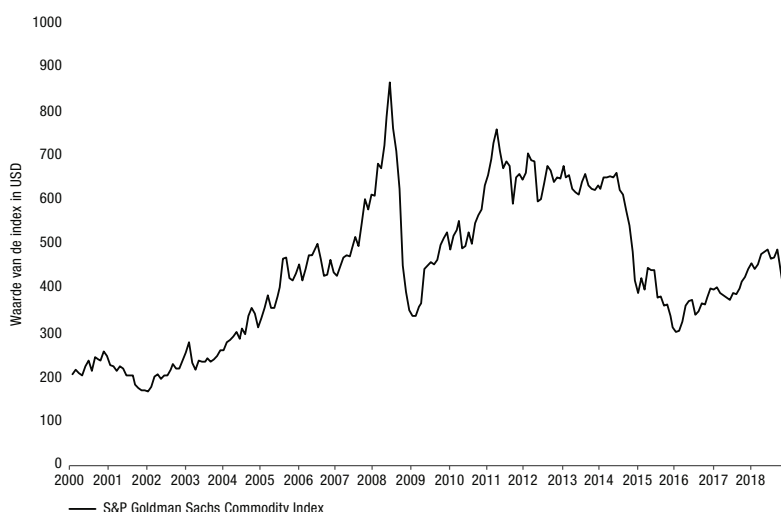
PERCENTAGE VAN DE VERPLICHTE KAPITAALRESERVES VOOR DE GROTE BANKEN IN CHINA



Bron: Bloomberg

Door de conjunctuurvertraging zouden de Chinese autoriteiten de doelstelling voor de bbp-groei in 2019 kunnen verlagen naar 6,0%-6,5%, na een groei van naar verwachting 6,5% in 2018. Als die gematigde doelstelling echter in gevaar zou komen, zal de overheid wellicht niet aarzelen om de activiteit met extra maatregelen te stimuleren. Aan het begin van het jaar heeft de Chinese centrale bank het percentage van de verplichte kapitaalreserves voor banken voor de vijfde keer op een jaar tijd verlaagd om de kredietverlening aan kmo's te ondersteunen. Na een verlaging van de personenbelasting in oktober 2018 ziet het ernaar uit dat er ook belastingverlagingen voor bedrijven zullen komen. Al die maatregelen zouden de economische groei in de tweede helft van 2019 moeten aanzwengelen. De kans op grootschalige investeringen in nieuwe infrastructuur zoals in 2009 en 2016, die de hele wereldeconomie een duw in de rug gaven, lijkt echter klein omdat de overheid in de eerste plaats de financiële stabiliteit wil waarborgen tegen de achtergrond van de gespannen relaties met de VS.

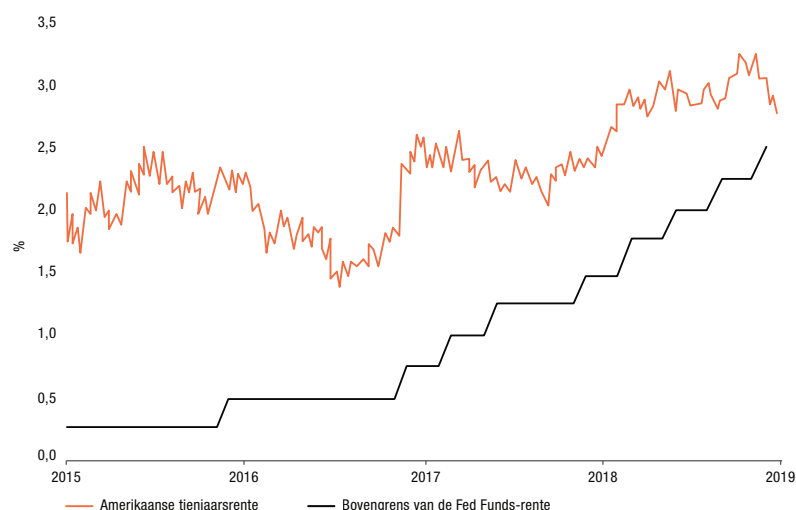
GRONDSTOFFENPRIJZEN



Bron: Bloomberg

De inflatiedruk zal de komende maanden naar verwachting afnemen door de wereldwijde conjunctuurvertraging. Momenteel blijft de inflatie in de VS en Europa aan de bovenkant van de bandbreedte van de laatste jaren. In de VS ligt de favoriete inflatiegraadmeter van de Federal Reserve, met name de deflator van de consumentenuitgaven zonder energie en voeding, nog altijd dicht bij het streefdoel van 2%. In de eurozone schommelt de algemene inflatie ook rond 2%, terwijl de inflatie zonder energie en voeding slechts ongeveer 1% bedraagt, wat ook het gemiddelde van de laatste jaren is. Eind vorig jaar begonnen de grondstoffenprijzen al te dalen. Olie is intussen 30% goedkoper dan in oktober. In de VS blijven de lonen weliswaar stijgen, wat niet zo verrassend is gezien de lage werkloosheid, maar aangezien de arbeidsmarkt doorgaans een achterlopende economische indicator is, wijzen de sterke prestaties ervan op een lage inflatie in de komende maanden.

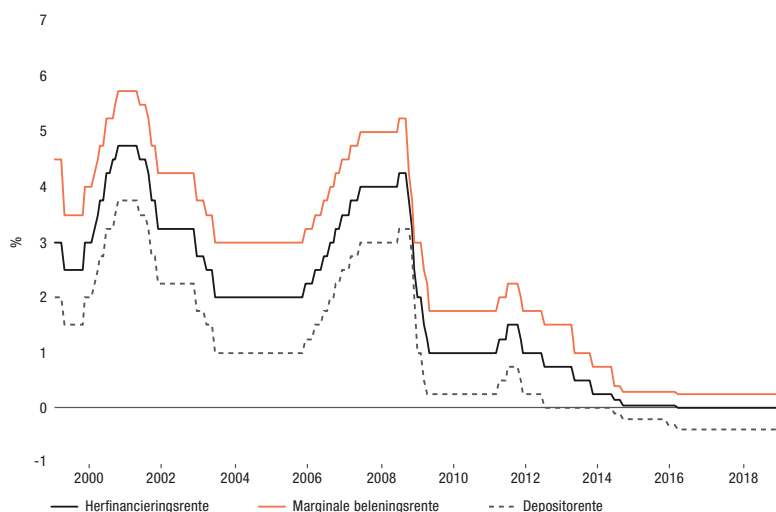
RENTE IN DE VERENIGDE STATEN



Bron: Evercore ISI

In 2018 heeft de Amerikaanse Federal Reserve haar monetair verkrapping, die in 2015 is begonnen, voortgezet. Zij verhoogde de bandbreedte van de Fed Funds-rente vier keer met 25 basispunten, waardoor deze aan het eind van het jaar 2,25%-2,50% bedroeg. Gezien de wereldwijde economische vertraging hebben de leden van het monetair comité hun verwachtingen voor het aantal renteverhogingen op hun laatste bijeenkomst in december verlaagd. Zij gaan nu uit van twee in plaats van drie verhogingen dit jaar, en van één verhoging in 2020. Jerome Powell, de voorzitter van de Federal Reserve, heeft voorts gezegd dat het tempo van de renteverhogingen niet vastligt, dat hij geduldig zal blijven en rekening zal houden met de ontwikkelingen op de financiële markten. Dat alles lijkt aan te geven dat de monetair verkrappingscyclus van de Federal Reserve zijn laatste fase is ingegaan. Als de conjunctuur dit jaar bovendien nog verder zou vertragen of de financiële markten in zwaar weer zouden belanden, zal de Amerikaanse centrale bank haar rentestrategie hoogst waarschijnlijk bijsturen en haar monetair beleid opnieuw versoepelen.

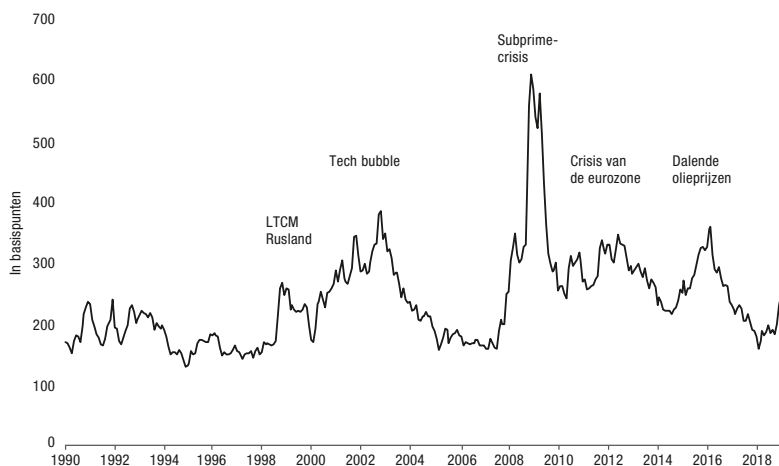
VOORNAAMSTE RENTEVOETEN VAN DE EUROPESE CENTRALE BANK



Bron: Bloomberg

In Europa is de centrale bank nog niet begonnen met het normaliseren van de rente. Volgens het persbericht dat de raad van bestuur na de bijeenkomst in december publiceerde, zullen de drie voornaamste rentevoeten — de herfinancieringsrente, de marginale beleningsrente en de depositorrente, die momenteel respectievelijk 0%, 0,25% en -0,4% bedragen — ten minste tot de zomer van 2019 op hun huidige niveau blijven, en in ieder geval zolang als nodig is om de inflatie op middellange termijn duurzaam naar de doelstelling te brengen, namelijk net onder 2%. Aan het eind van het jaar heeft de Europese Centrale Bank evenwel haar obligatie-inkoopprogramma stopgezet. In tegenstelling tot de Amerikaanse centrale bank blijft zij het kapitaal van vervallen obligaties echter herbeleggen om te voorkomen dat haar balans zou dalen. Gezien de vrij uitgesproken vertraging van de conjunctuur in Europa en de verwachte daling van de inflatie in de komende maanden, wordt de kans op een renteverhoging alsmaar kleiner, zelfs na de zomer van 2019.

RENTEVERSCHIL TUSSEN AMERIKAANSE BAA-BEDRIJFSOBLIGATIES EN AMERIKAANSE STAATSOBLIGATIES OP TIEN JAAR



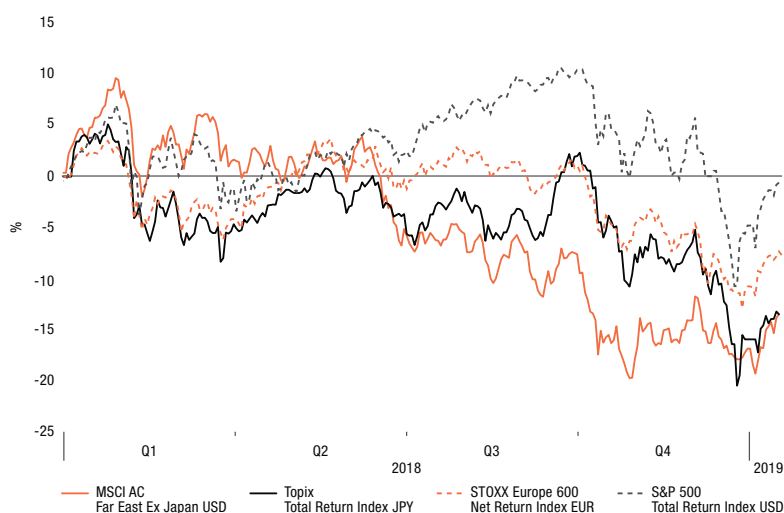
Bron: Evercore ISI

De vertraging van de wereldeconomie plaatst de centrale banken voor een uitdaging van formaat. Het probleem van de buitensporige schuld werd nooit opgelost en de enige reden waarom de impact daarvan beperkt blijft, is dat de centrale banken de rente al gedurende tien jaar laag of zelfs op nul houden. Daardoor hebben de monetaire autoriteiten echter maar weinig speelruimte om een toekomstig economisch of financieel incident op te vangen. Bovendien zijn dergelijke incidenten onvoorspelbaar. In zo'n geval zou enkel de Amerikaanse Federal Reserve in staat zijn om haar rentevoeten te verlagen zonder ze negatief te maken. In Europa en Japan zou een monetaire kwantitatieve versoepeling de eerste reactie zijn, aangezien de rente al laag is. Als zo'n economisch of financieel incident tot een recessie zou leiden, zou de verhoging van de overheidsuitgaven die noodzakelijk zou zijn om de economie te stabiliseren, uiteindelijk door de centrale banken moeten worden gefinancierd, hetzij rechtstreeks door in te gaan tegen de huidige wetgeving, hetzij onrechtstreeks door massaal staatsobligaties op de secundaire markt te kopen. De terugkeer naar het traditionele monetaire beleid van voor de crisis lijkt een utopie.



Financiële markten

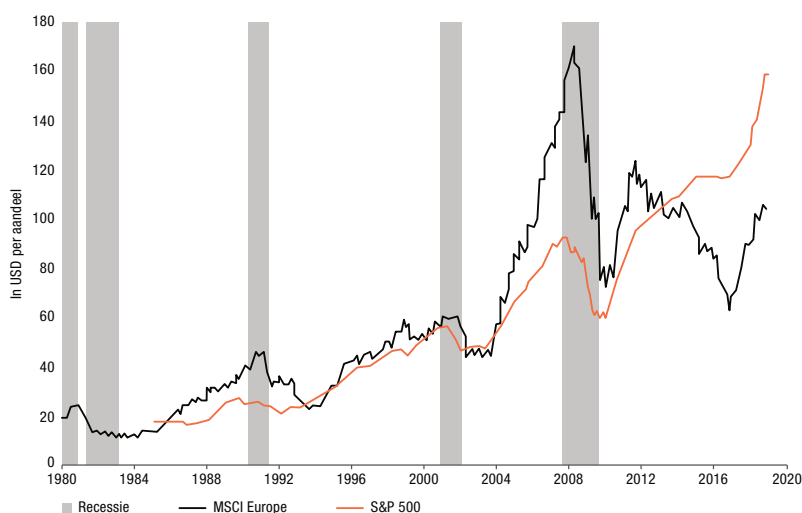
ONTWIKKELING VAN DE BEURZEN SINDS JANUARI 2018



Bron: Bloomberg

2018 was voor de financiële markten in zekere zin het spiegelbeeld van 2017. In 2017 veerden nagenoeg alle beleggingscategorieën op, terwijl in 2018 net het omgekeerde gebeurde. Afgezien van de Amerikaanse markt verloren de meeste markten meer dan 10%. Tegen de gewoonte in vielen aandelen zo fors terug op een moment dat bedrijven een behoorlijke winstgroei boekten. In de VS was de winstgroei zelfs erg sterk, niet alleen door de belastingverlaging, maar ook door een forse omzetstijging en margegroei. Dat verklaart waarom de Amerikaanse markt ruim beter presteerde dan de andere markten, terwijl het net de Federal Reserve was die haar monetaire beleid aanscherpte.

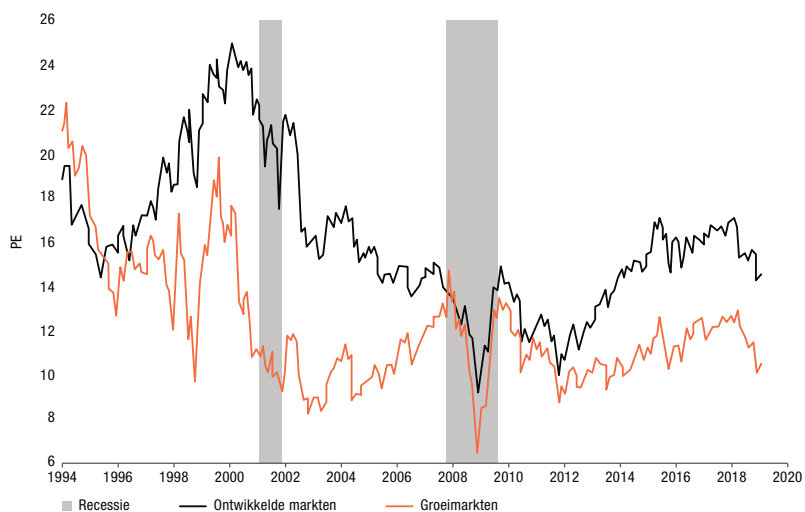
ONTWIKKELING VAN DE WINST PER AANDEEL



Bron: Minack Advisors

De beursval was vooral het gevolg van een forse daling van de waarderingsveelvouden. De waarderungen stonden onder druk door enkele concrete factoren, zoals de verkrapping van het monetaire beleid en de afbouw van de balans van de Federal Reserve in de VS, alsook door abstractere factoren, zoals een diepe verandering in de perceptie van beleggers, die bijzonder somber werden over het financieel-economische klimaat. De daling van de waarderingsveelvouden die daaruit voortvloeide, was een van de grootste in dertig jaar. Zo ging een groei van 20% van de winst per aandeel in de VS gepaard met een daling van 6% voor de S&P 500-index.

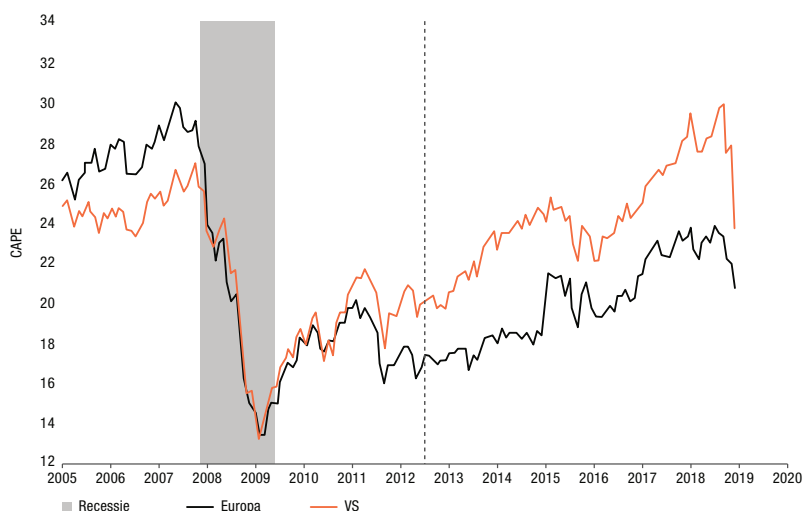
WAARDERING VAN DE BEURZEN OP BASIS VAN DE WINSTVERWACHTINGEN



Bron: Minack Advisors

Er zijn ook positieve kanten aan de daling van de beurzen. Door de forse terugval van de veelvouden vorig jaar, zijn aandelen nu bijvoorbeeld weer aantrekkelijker gewaardeerd. Voorts lijkt de Federal Reserve minder geneigd om haar rente op te trekken, terwijl renteverhogingen in de meeste andere landen zelfs nog niet aan de orde zijn. Ten slotte, en ondanks de talrijke signalen van een wereldwijde conjunctuurvertraging, lijkt de Amerikaanse economie niet af te stevenen op een recessie. Een aantal factoren dat aan de basis van de groeivertraging ligt, begint trouwens om te keren. Zo zijn de olieprijsen in het vierde kwartaal gekelderd na een stijging in de eerste negen maanden van het jaar, viel de lange rente terug en lijkt de Chinese overheid bereid om enkele maatregelen die de economie moesten saneren, te versoepelen.

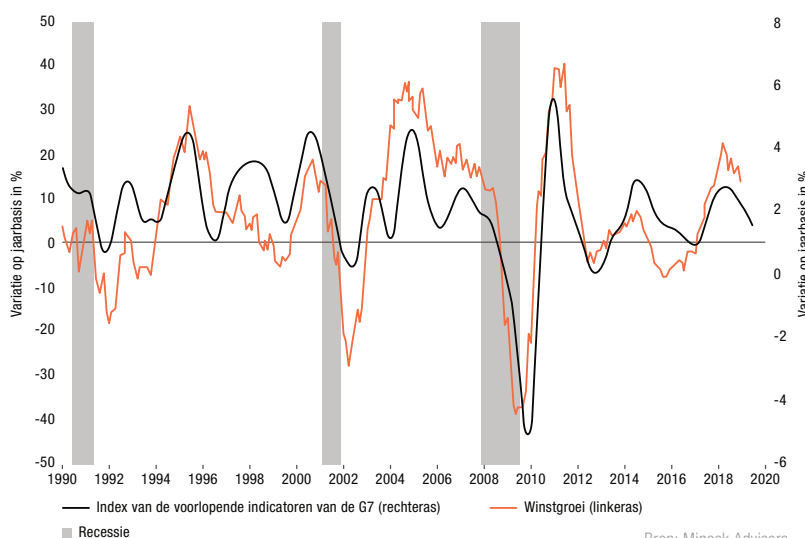
CAPE-RATIO (VOOR DE CYCLUS Aangepaste K/W) ZONDER DE FINANCIËLE SECTOR



Bron: Minack Advisors

Het probleem van de veelgebruikte waarderingsratio's die veelal gebaseerd zijn op de bedrijfswinsten is dat die winsten zelf na jaren overschat kunnen worden wanneer ze berusten op overdreven hoge winstmarges. Wanneer we naar andere ratio's kijken, liggen de waarderings van aandelen nog altijd dicht bij het hoogterecord. Het gebruikelijke argument dat enkel de Amerikaanse markt overgewaardeerd zou zijn, houdt daarbij geen steek. Dat de Amerikaanse markt heel wat duurder lijkt dan bijvoorbeeld de Europese, is namelijk voor een groot deel te wijten aan de samenstelling van de indexen. De Europese indexen bevatten veel meer bedrijven met lage marges die actief zijn in sectoren die maar weinig aandeelhouderswaarde creëren, en de waardering van die bedrijven is logischerwijs lager. Europese kwaliteitsbedrijven zijn daarentegen in het algemeen niet lager gewaardeerd dan Amerikaanse.

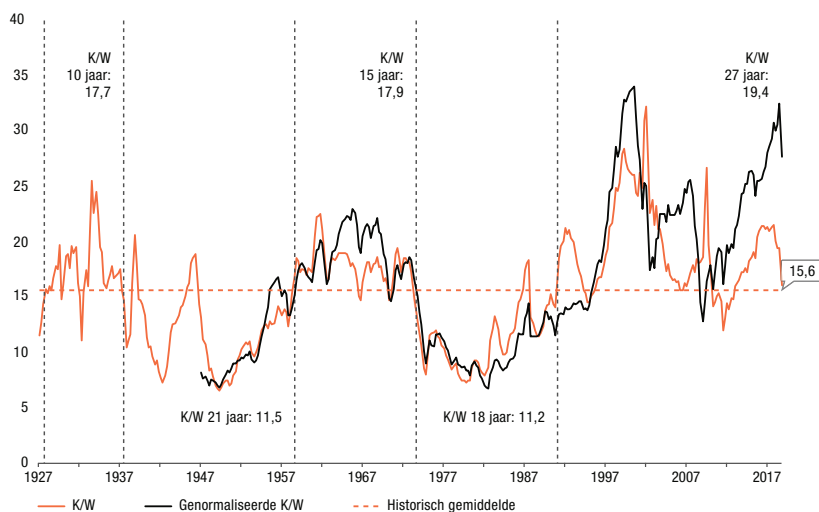
INDEX VAN VOORLOPENDE INDICATOREN VAN DE G7 EN WINSTGROEI



Bron: Minack Advisors

Het gevaar voor de markten zou dit jaar kunnen komen van de bedrijfsresultaten en niet van een verdere daling van de waarderingsveelvouden, ook al gaan beide vaak samen. De recentste economische indicatoren tonen duidelijk dat de groei van de wereldeconomie vertraagd is. Vooral in Europa zijn de cijfers zorgwekkend. Bovendien zal de lat voor de winstgroei hoger liggen. Daarbovenop komt nog eens het handelsconflict tussen de VS en China, dat verre van bevorderlijk is voor het ondernemersvertrouwen en de bedrijfsinvesteringen. Een fundamenteel probleem is dat een escalatie van de handelsconflicten de toeleveringsketens in gevaar zou brengen en op de winstmarges van bedrijven zou wege. De beursval van het vierde kwartaal van 2018 begint ook de verwachte gevolgen te hebben, wat aantoon dat de economie steeds meer gestuurd wordt door de financiële markten in plaats van omgekeerd. In alle grote regio's worden de groei- en winstverwachtingen verlaagd. Een duurzaam beursherstel lijkt weinig waarschijnlijk zolang de verwachtingen verder verlaagd worden, en dat zou in de komende maanden wel eens het geval kunnen zijn.

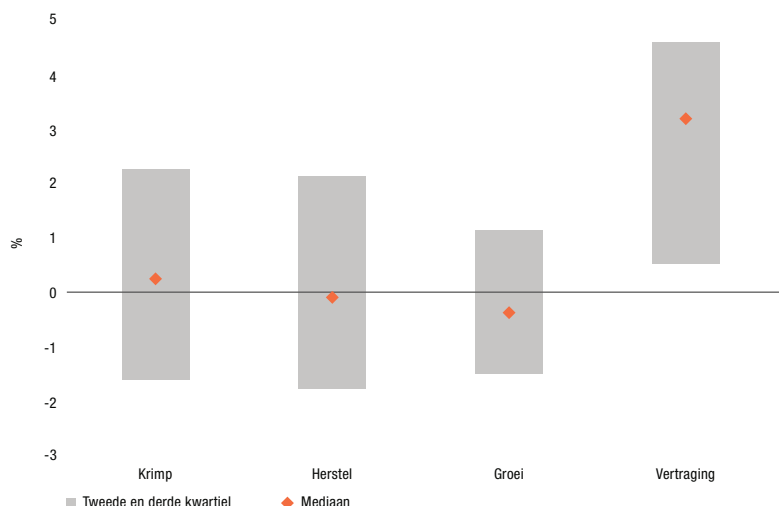
KOERS-WINSTVERHOUDING VAN DE S&P 500-INDEX SINDS 1927



Bron: Bloomberg, S&P Dow Jones Indices, BLI

Uiteindelijk zijn het de waarderingsveelvouden die het toekomstige rendement bepalen. Daarbij moeten we een onderscheid maken tussen de ontwikkeling van die veelvouden over zeer lange perioden en over kortere perioden. De grote hausse van de financiële markten die in 1982 begonnen was, berustte op een stijging van de waarderingsveelvouden. Die stijging was mogelijk dankzij een rentedaling (op haar beurt een gevolg van een inflatiedaling) en gunstige economische en geopolitieke ontwikkelingen, zoals het einde van de Koude Oorlog en de globalisering. Bovendien bood de demografische structuur van de wereldbevolking potentieel voor een stijging van de beschikbare spaartegoeden. Die trends lijken nu te keren: de rentes lijken niet verder meer te kunnen dalen, de hernieuwde nadruk op het landsbelang in plaats van internationale samenwerking houdt economische en geopolitieke risico's in, en de demografische structuur van de wereldbevolking is zodanig gewijzigd dat de beschikbare spaartegoeden onder druk zullen komen. Al die factoren samen zullen de waarderingsveelvouden op lange termijn doen terugvallen, waardoor het nog moeilijker zal worden om met aandelenbeleggingen hoge rendementen te halen. Dat betekent natuurlijk niet dat de veelvouden over kortere perioden niet meer kunnen stijgen.

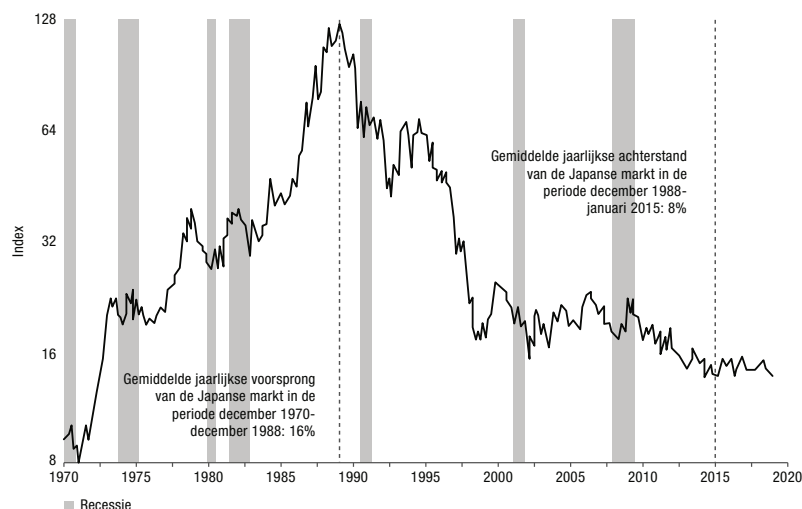
RELATIEF RENDEMENT VAN DEFENSIEVE AANDELEN IN VERSCHILLENDE ECONOMISCHE SITUATIES



Bron: Datastream, LGT Capital Partners

Zelfs in moeilijke marktomstandigheden kan intelligent belegd worden in aandelen, op voorwaarde dat een strikt selectieproces gevolgd wordt. Dat vereist uiteraard een actieve aanpak, en dat gaat in tegen de huidige trend van beleggers om te kiezen voor indexfondsen. Daarbij is het wel bijzonder ironisch dat passief beleggen vooral populair is wanneer het risico van zo'n strategie net het hoogst is. In het huidige klimaat zou de voorkeur moeten uitgaan naar defensieve bedrijven met goed voorspelbare resultaten die een dividend uitkeren. Later kan dan weer belegd worden in cyclische kwaliteitsbedrijven, waarvan de koers in vele gevallen al fors is gedaald. We merken daarbij op dat defensieve aandelen vaak als duur beschouwd worden. Ze zouden echter nog duurder kunnen worden als de vooruitzichten voor de wereldeconomie verder zouden verslechteren.

RENDEMENT VAN DE JAPANESE MARKT IN VERGELIJKING MET ANDERE MARKTEN



Bron: Minack Advisors

Japan blijft in zekere zin een buitenbeentje, vooral omdat de Japanse markt in de jaren negentig helemaal niet van de grote beurshausse profiteerde. De Japanse markt heeft nog altijd een aantal troeven. De rentabiliteit van bedrijven blijft namelijk structureel verbeteren, terwijl hun schuld laag is en ze aantrekkelijk gewaardeerd zijn. Voorts komt een groot deel van de bedrijfswinsten tegenwoordig van andere sectoren dan de maakindustrie, die minder afhankelijk zijn van de buitenlandse vraag en de yen. Buitenlandse beleggers hebben nog altijd geen grote interesse voor Japanse aandelen en vorig jaar hebben zij de globale weging van de beleggingscategorie zelfs veeleer verlaagd.

KASPOSITIE VAN BEDRIJVEN ALS PERCENTAGE VAN HUN MARKTKAPITALISATIE



Bron: CLSA

De regio Azië zonder Japan heeft vorig jaar geleden onder de sterke dollar, de stijging van de lange rente in de VS en de onzekerheid omtrent China. Zo viel de voornaamste index van Aziatische bedrijven, de MSCI Asia ex-Japan, terug tot het niveau van elf jaar geleden. De Aziatische markten zijn aantrekkelijk gewaardeerd, ook al rechtvaardigt de samenstelling van de indexen net als in Europa een korting tegenover de S&P 500, die van hogere kwaliteit is. De Aziatische markten hebben bovendien andere defensieve kenmerken. Zo zijn de bedrijven in het algemeen financieel bijzonder gezond en keren zij ook vaak een dividend uit. Heel wat bedrijven in die regio hebben bovendien een grote hoeveelheid liquiditeiten op hun balans, omdat zij niet hebben meegedaan aan de trend om eigen aandelen in te kopen en hun gemiddelde uitkeringspercentage (het aandeel van de winst dat als dividend wordt uitgekeerd) in 2019 naar verwachting slechts 42% zal bedragen.

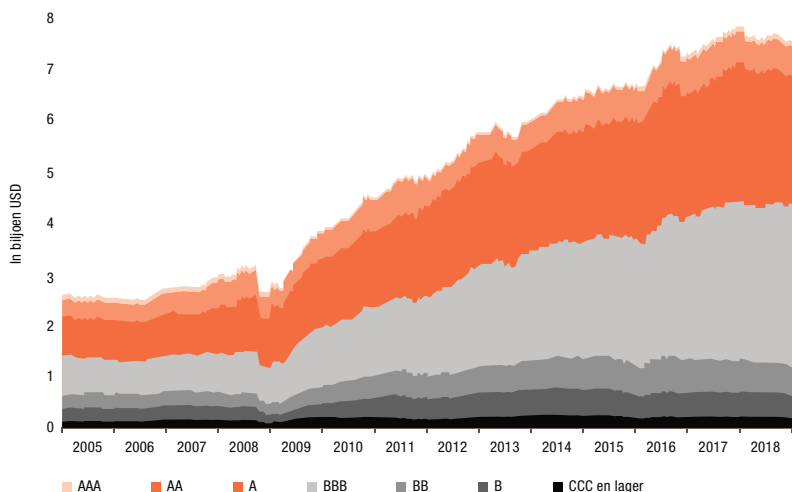
AMERIKAANSE TIENJAARSRENTE



Bron: Bloomberg

In tegenstelling tot wat we zagen tijdens de beurscorrectie van het begin van het jaar bleken langlopende staatsobligaties in evenwichtige portefeuilles in het vierde kwartaal weer een nuttige diversificatie, aangezien zij de impact van de beursval enigszins verzachtten. Beleggers waren vroeger bereid om een meerprijs te betalen voor dergelijke obligaties, net omdat ze bescherming boden tegen dalingen van de aandelenmarkten. Het risico bestaat echter dat staatsobligaties in de toekomst die bescherming niet meer zullen kunnen bieden door een inflatiestijging, onder meer als gevolg van een grotere nadruk op binnenlandse leveranciers in de toeleveringsketens en de opkomst van het populisme. De correlatie tussen aandelen en obligaties zou daardoor weer positief worden, net als tijdens de beurscorrectie begin vorig jaar, toen de inflatievrees zowel aandelen als obligaties deed terugvallen. Het lijkt evenwel voorbarig om nu al van zo'n scenario uit te gaan. Voorlopig zullen Amerikaanse staatsobligaties normaal gezien namelijk ondersteund worden door de wereldwijde groeivertraging.

KAPITALISATIE VAN DE AMERIKAANSE BEDRIJFSOBLIGATIEMARKT PER RATINGCATEGORIE



Bron: Gavekal

De bedrijfsobligatiemarkt (corporate bonds) blijft een van de waarschijnlijke kandidaten om een grote crisis uit te lokken. In die markt is het segment van bedrijven met een BBB-rating (het minimum om als investment-grade te worden beschouwd) gegroeid van 1 biljoen naar 2,5 biljoen USD. Een verlaging van die rating zou tot gedwongen verkopen leiden bij heel wat institutionele beleggers die alleen investment-grade obligaties mogen aanhouden. Indexfondsen die in de afgelopen jaren werden gelanceerd, zouden ook gedwongen worden hun posities te verkopen. Dat scenario is bovendien niet zo ver gegrepen, aangezien Morgan Stanley meent dat de rating van ongeveer een derde van die bedrijven zou kunnen worden verlaagd. Bij vele bedrijven zou die verlaging bovendien gebeuren op een moment dat zij hun schuld moeten herfinancieren. We kunnen ons dan de vraag stellen wie al die obligaties zal kopen, vooral omdat de privésector door de terugtrekking van de centrale banken voor het eerst sinds 2014 een groter volume aan staatsobligaties zal moeten absorberen.

ONTWIKKELING VAN DE EURODOLLARKOERS



Bron: Bloomberg

De dollar heeft zich enigszins hersteld van zijn daling in 2017 en steeg met ongeveer 5% tegenover de euro. Ondanks de vele factoren die de munt in 2018 ondersteunden, zoals de strenger dan verwachte Federal Reserve, het toenemende verschil in economische groei tussen de VS en Europa, de politieke problemen in de eurozone en de stijging van de olieprijs in de eerste negen maanden van het jaar, bleef de stijging echter erg beperkt, wat zou kunnen wijzen op een breder verlies aan vertrouwen in de dollar. Bovendien zou een nieuwe forse stijging van de dollar onverenigbaar zijn met de doelstelling van de regering-Trump om het Amerikaanse handelstekort terug te dringen (ook al lijkt deze regering niet echt te begrijpen waar dat tekort vandaan komt). De voorbije jaren volgde de dollar in wezen de relatieve groei van de VS ten opzichte van de rest van de wereld. Een nieuwe versnelling van de Amerikaanse groei zou de dollar dan ook ondersteunen, maar verder zijn er nauwelijks redenen om ervan uit te gaan dat de Amerikaanse munt sterk zal opveren. De eurozone wekt duidelijk geen vertrouwen, maar de euro blijft de meest liquide munt om in te zetten op een daling van de dollar.

REËLE EFFECTIEVE WISSELKOERS VAN DE YEN



Bron: JP Morgan

De yen heeft zijn status van veilige haven in 2018 bevestigd en veerde op tegenover zowel de euro als de dollar. Desondanks is de munt volgens vele experts nog altijd fors ondergewaardeerd. Door jarenlange grote overschotten op zijn lopende rekening te boeken, zijn de buitenlandse investeringen van Japan opgelopen tot ongeveer 60% van zijn bruto binnenlands product. Die situatie zal niet snel veranderen, aangezien het overschot op de lopende rekening rond 3,5% van het bbp blijft schommelen. De netto-investeringen van Japan in het buitenland leveren het land recurrente inkomsten op, die in 2017 geraamd werden op zowat 4% van het bbp. De yen is dan ook een defensieve munt, aangezien Japanse beleggers hun kapitaal repatriëren of uit buitenlandse munten stappen wanneer het economische of financiële klimaat verslechtert.

GOUDMIJNINDEX



Bron: Bloomberg

Goud deed het relatief goed in 2018, ondanks een iet of wat ongunstig klimaat door de aanscherping van het monetaire beleid van de Federal Reserve en de stijging van de dollar. Na een uitgesproken daling in het tweede en het derde kwartaal veerde de goudprijs vanaf oktober weer op door toenemende bezorgdheid over het economische klimaat. Goud bewees daarmee nogmaals thuis te horen in een gediversifieerde portefeuille. Goudbedrijven schommelden zoals gewoonlijk sterker dan de goudprijs zelf. Zij vielen fors terug in de zomer en veerden in het vierde kwartaal vervolgens sterk op. Voor heel wat bedrijven is er sprake van wat we een omgekeerde speculatieve zeepbel zouden kunnen noemen. De waarderingen liggen ruim onder het historisch gemiddelde ondanks een verbetering van de fundamenteën. Dat blijkt onder meer uit de goudmijnindex, die momenteel op hetzelfde niveau van 2003 staat, toen goud minder dan 400 dollar per ons kostte.

Samenvatting

Samengevat kunnen we stellen dat 2019 in grote onzekerheid begint. Die onzekerheid betreft de gezondheid van de wereldeconomie (en vooral de Amerikaanse economie), de houding van de centrale banken (in het bijzonder de Federal Reserve) en de geopolitieke situatie (herovering van het Congres door de Democraten in de VS, brexit, eurozone). Beleggers stellen zich dan ook beter niet al te strikt op en moeten bereid zijn hun strategie in de loop van het jaar bij te sturen.

Het beleggerssentiment is in ieder geval helemaal anders dan een jaar geleden. Toen gingen de meeste beleggers ervan uit dat de internationale groei zou versnellen. Nu lijken zij voor een forse verslechtering van het economische klimaat te vrezen. Aangezien die omslag van het sentiment de oorzaak is van de forse daling van de waarderingveelvouden in 2018, lijkt deze op zijn minst gedeeltelijk in de koersen verwerkt te zijn. Bovendien zijn verschillende factoren die aan de wereldwijde groeivertraging hebben bijgedragen intussen omgeslagen. Hoewel de economische cycli alsmat meer gestuurd lijken te worden door wat zich op de financiële markten afspeelt in plaats van omgekeerd (de recessies van 2001-2002 en 2008-2009 werden veroorzaakt door de val van de beurzen), is het volgens ons nog veel te vroeg om de correctie van vorig jaar als een grote koopopportunity te zien, vooral omdat de correctie volgde op een voor aandelen uitstekend 2017.

Beleggers zouden zich aan het begin van het nieuwe jaar dus vooral moeten concentreren op vermogensbehoud in plaats van vermogensgroei. In de eerste jaarhelft zouden heel wat economische en winstverwachtingen neerwaarts kunnen worden bijgesteld. Een minder drijvende aanscherping van het monetaire beleid van de Federal Reserve (of zelfs de stopzetting van de renteverhogingen) zou de markten kunnen ondersteunen, maar enkel als de economische groei niet al te sterk vertraagt. Meer in het algemeen stoot de vastberadenheid van de centrale banken om hun monetaire beleid te verkrappen op een eerste groot obstakel, namelijk de vertraging van de economische cyclus. De financiële markten zullen dan ook wellicht volatieler worden. Bovendien is de onzekerheid op rentegebied groot. Die zou voor economische problemen kunnen zorgen bij bedrijven die hun middelen verkeerd hebben toegewezen onder impuls van tien jaar van kunstmatig lage rentevoeten.

Een te negatieve houding tegenover de beurzen zou echter ook contraproductief zijn. De rente blijft namelijk erg laag. Als de huidige vertraging binnen de perken zou blijven en zou zorgen voor een zachte overgang naar een gematigd groeitempo zoals in de periode van 2011 tot 2016, en indien de Federal Reserve tegelijkertijd haar monetaire verkrapping zou stopzetten, zouden de markten bijzonder positief reageren. Beleggers zouden zich vooral op kwaliteitsbedrijven in plaats van op regio's moeten blijven concentreren. In afwachting van meer duidelijkheid verdienen defensievere kwaliteitsbedrijven de voorkeur. Later kunnen we dan eventueel opnieuw beleggen in bedrijven met een meer cyclisch karakter, waarvan sommige nu al fors gecorrigeerd zijn.

Goud en staatsobligaties van goede kwaliteit verdienen nog steeds een plaats in een gediversifieerde portefeuille als bescherming tegen het aandelenrisico in geval van een verdere toename van de risicoaversie. Hetzelfde geldt voor de yen.

Nr. **158** – 1^e kwartaal 2019

Perspectives

Redactie beëindigd op:
15/01/2019

Redactie en verantwoordelijke uitgever:
BLI - Banque de Luxembourg Investments S.A.
16, Boulevard Royal
L-2449 Luxembourg
Tel.: (+352) 26 26 99 33 18
info@bli.lu
www.bli.lu