



PERSPECTIVES

155

ANALYSE VAN DE FINANCIËLE MARKTEN

2^e kwartaal 2018

EEN PUBLICATIE VAN BLI - BANQUE DE LUXEMBOURG INVESTMENTS

BLI BANQUE DE
LUXEMBOURG
INVESTMENTS

Actualiteit en analyse
van de financiële markten,

geleid door Guy Wagner, chief investment officer,
en het fondsen management team van BLI



www.blinvestmentsblog.com

Op onze blog vindt u de stand-
punten 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



INHOUD

▶ MACRO-ECONOMISCH KLIMAAT 2

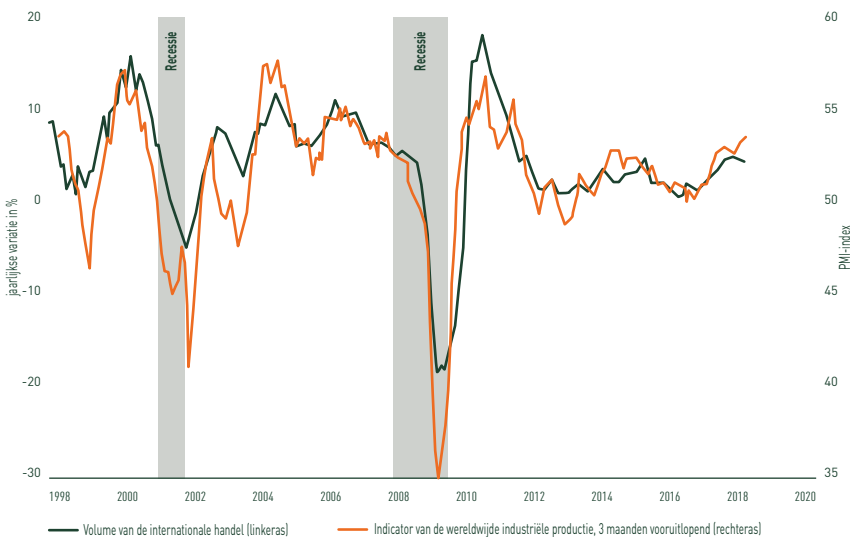
- ▶ De golf van protectionisme die de Verenigde Staten in gang hebben gezet, kan de wereldwijde economische groei in gevaar brengen.
- ▶ Jerome Powell, de nieuwe voorzitter van de Amerikaanse Federal Reserve, zet de geleidelijke monetaire verkrapping van zijn voorganger voort.
- ▶ Het is nog altijd weinig waarschijnlijk dat de Europese Centrale Bank de rente voor de tweede helft van 2019 zal verhogen.

▶ FINANCIËLE MARKTEN 7

- ▶ Het is niet omdat de financiële markten volatieler zijn geworden, dat het financieel-economisch klimaat fundamenteel veranderd is.
- ▶ De geopolitieke en handelsrisico's zijn toegenomen, wat spreekt in het voordeel van een hogere risicopremie op aandelen.
- ▶ De factoren die doorgaans aan de basis liggen van een duurzame beursdaling blijven echter uit.

MACRO-ECONOMISCH KLIMAAT

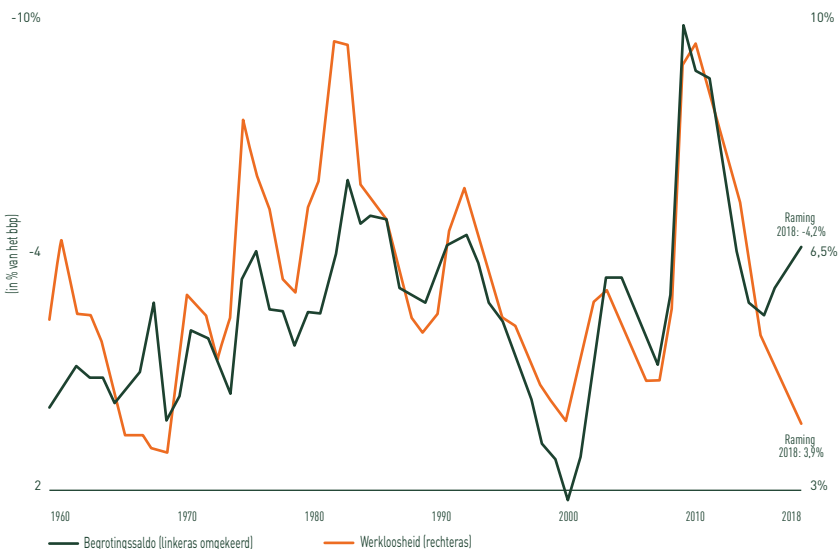
HANDEL EN INDUSTRIËLE PRODUCTIE WERELDWIJD



Bron: Minack Advisors

De wereldeconomie blijft dynamisch en kent de hoogste groei in vijf jaar. Zowel de ontwikkelde landen als de groeielanden dragen daaraan bij. Dat het alle regio's goed vergaat, komt tot uiting in de internationale handel, die duidelijk sneller groeit. De mondiale groei wordt momenteel het meest bedreigd door handelsprotectionisme. De invoerrechten die de Amerikaanse regering wil heffen, doen denken aan de Smoot-Hawley Tariff Act van de jaren 30, die de Grote Depressie toen erger heeft gemaakt. De protectionistische maatregelen zouden een gelijkaardige tegenzet kunnen uitlokken van China, aangezien de regering-Trump met haar maatregelen vooral dat land viseert. Door de internationalisering van de productieketens sinds China in 2001 lid werd van de Wereldhandelsorganisatie, zou een groot conflict tussen de twee grootste economieën ter wereld aanzienlijke negatieve gevolgen kunnen hebben voor het handelsverkeer en bijgevolg ook voor de mondiale bbp-groei.

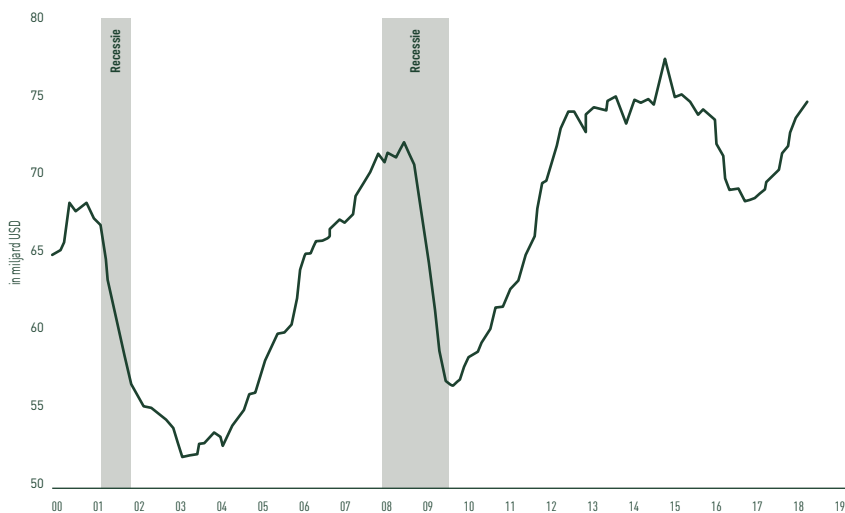
BEGROTINGSSALDO VERSUS WERKLOOSHEID IN DE VS



Bron: CLSA

De traditionele groeivertraging van de Amerikaanse economie in het eerste kwartaal lijkt ook dit jaar weer van de partij. De cijfers over de industriële productie en de consumentenuitgaven laten uitschijnen dat de bbp-groei in de eerste drie maanden van het jaar wellicht gedaald is tot onder 2% op jaarbasis. Toch is de kans klein dat die trend na het eerste kwartaal aanhoudt. Het verschil met de voorgaande cycli is dat de Amerikaanse overheid onlangs fiscale en begrotingsstimuli heeft goedgekeurd in een periode waarin de werkloosheid dicht bij haar laagsterecord staat. In de komende maanden zou de binnenlandse consumptie opnieuw moeten versnellen, gezien de aanhoudende dynamiek op de arbeidsmarkt en de belastingverlagingen voor particulieren.

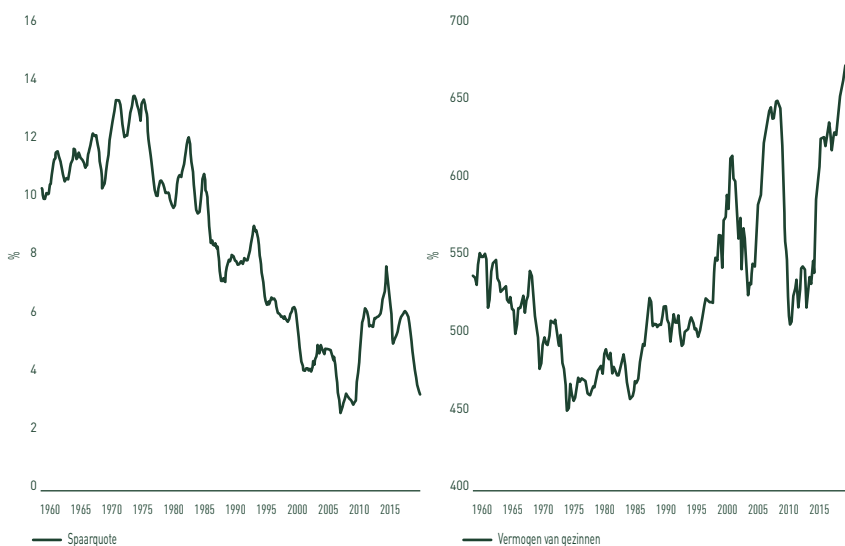
KAPITAALGOEDEREN ZONDER DEFENSIE-INDUSTRIE IN DE VS



Bron: Cornerstone Macro

In de afgelopen jaren waren de lage investeringen, ondanks de winstgroei van bedrijven, de grootste teleurstelling van de Amerikaanse economie. Bedrijven kochten met hun liquiditeiten liever eigen aandelen in dan te investeren in een hogere productiviteit en bijgevolg in duurzame groei. Zelfs goedkope leningen als gevolg van de lage rente werden gebruikt om eigen aandelen in te kopen. Door de belastinghervorming zullen bedrijven naar verwachting eindelijk meer aandacht besteden aan productieve investeringen. Voortaan profiteren zij namelijk niet alleen van lagere belastingtarieven, maar ook van een gunstigere regeling voor afschrijvingen. Kortom, we kunnen ervan uitgaan dat de uitvoering van de belastinghervorming en het begrotingsakkoord in deze periode van volledige werkgelegenheid en recordwinsten van bedrijven, de economische activiteit in de loop van het jaar zal ondersteunen.

SPAARQUOTE IN DE VS / VERMOGEN VAN GEZINNEN IN % VAN HET BESCHIKBARE INKOMEN IN DE VS



Bron: Bloomberg

Het is echter niet omdat we in 2018 een economische groeiversnelling verwachten, dat het groeipotentieel na negen opeenvolgende jaren van expansie nog bijzonder groot is. We mogen niet vergeten dat ongeveer 70% van het Amerikaanse bbp afkomstig is van consumentenbestedingen. Zo hebben gezinnen de laatste tijd een groot deel van hun uitgaven gefinancierd met hun spaargeld, omdat zij gerustgesteld werden door de stijgende beurskoersen en vastgoedprijzen. Door de daling van de spaarquote nadert deze opnieuw het laagterecord van 2005, en dat is geen aanwijzing voor een bijzonder sterke groei in de komende jaren. Diverse factoren zouden zelfs een grote economische crisis kunnen veroorzaken. Denken we maar aan de lage productiviteitsgroei, de financiële en vastgoedspeculatie, de toename van het begrotingstekort, de hoge private en overheidsschuld, het structurele handelstekort, de verplichtingen voor toekomstige pensioenen waarvoor nog geen voorzieningen zijn aangelegd en de uitgaven voor gezondheidszorg.

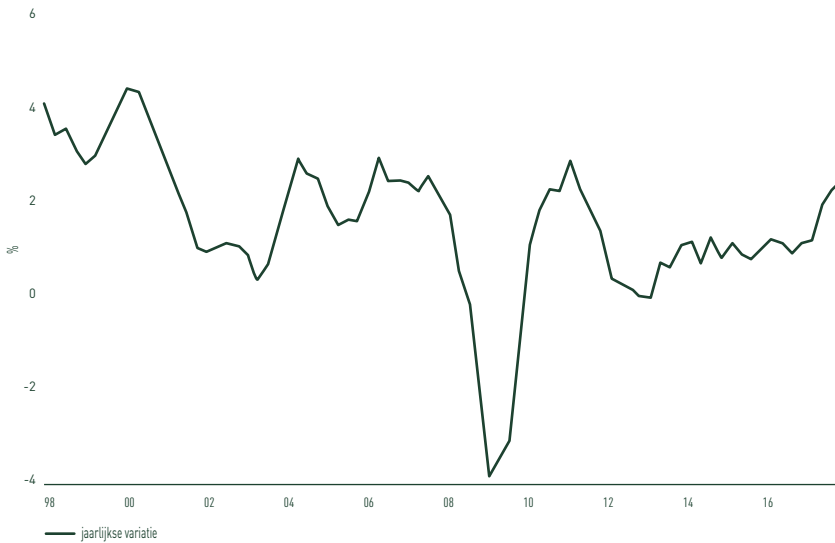
VERKOOP VAN AUTO'S IN DE EUROZONE



Bron: Cornerstone Macro

De economie van de eurozone blijft op koers na een uitstekend 2017, waarin de sterkste groei van de laatste tien jaar werd opgetekend. De recente daling van diverse economische indicatoren is veeleer een teken dat de groei zich op een hoog niveau stabiliseert dan een waarschuwingssignaal voor een belangrijke verzwakking. De eurozone profiteert sterk van de forse groei van de internationale handel en heeft een groot handelsoverschot. De regio heeft momenteel een groter groeipotentieel dan de VS, gezien de achterstand die was opgebouwd na de crisis in de perifere landen tussen 2009 en 2012. Het was pas in 2013, dus vijf jaar na de val van Lehman Brothers, dat de economische activiteit in heel wat sectoren een dieptepunt bereikte. De arbeidsmarkt heeft nog altijd een groot potentieel, wat gunstig zou moeten zijn voor de binnenlandse consumptie.

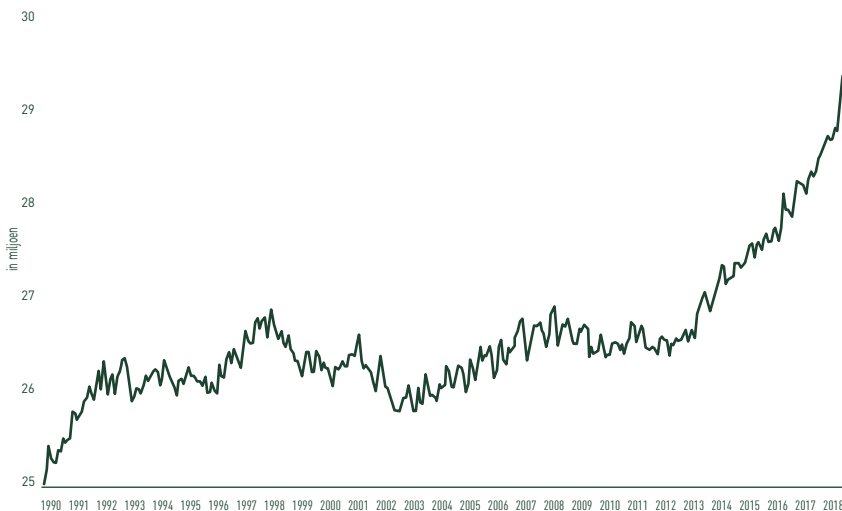
REËEL BBP VAN FRANKRIJK



Bron: Eurocore ISI

De politieke onzekerheid blijft de grootste uitdaging in Europa. Hoewel er na de overwinning van het conservatieve kamp in Nederland, Frankrijk en Duitsland een grotere kans is op structurele hervormingen, blijft de doelstelling om de Europese integratie te versnellen een lastige opdracht. Zelfs in Frankrijk, waar president Emmanuel Macron over een vrijwel absolute macht beschikt, bestaat het gevaar dat de hogere economische groei, die gedeeltelijk te danken is aan de al begonnen hervormingen, de ontevredenheid van de bevolking niet zal wegnemen, omdat het eens te meer een minderheid is die van de groei profiteert en de levensstandaard van de middenklasse er amper op vooruitgaat. En dan is er ten slotte nog Italië, de op twee na grootste economie van de eurozone, waar de traditionele partijen er niet in zijn geslaagd een meerderheid te behalen bij de verkiezingen in maart. Als de Vijfsterrenbeweging of Lega in de volgende regering komen, zal het moeilijk worden om de Europese instellingen meer macht te geven.

AANTAL WERKENDE VROUWEN IN JAPAN



Bron: Bloomberg

In Japan blijft het bbp in een behoorlijk tempo groeien. Ondanks de vergrijzing en het dalende bevolkingsaantal is het reële bbp in 2017 met 1,8% gestegen. Het monetaire en fiscale beleid dat sinds de start van het Abenomics-programma in 2012 wordt gevoerd, is ontegensprekelijk de belangrijkste reden dat het nominale bbp uiteindelijk weer op het niveau van twintig jaar geleden staat, hoewel de groeiversnelling ten koste van een structureel begrotingstekort en een alsmaar toenemende overheidsschuld ging. Bovendien profiteert Japan net als de eurozone van de dynamische internationale handel, waardoor het land zijn technologische en industriële knowhow kan exporteren. De belangrijkste doelstelling van Abenomics, met name een grotere loonstijging, wordt echter nog altijd niet gehaald. Ondanks de zeer lage werkloosheid stijgen de lonen niet sneller, omdat steeds meer vrouwen actief worden op de arbeidsmarkt. Als de huidige trend in Japan aanhoudt, zou het land eveneens in de val van duale groei kunnen trappen, waarbij steeds meer oudere arbeidskrachten en vrouwen werken, niet uit vrije keuze, maar uit noodzaak.

VARIATIE VAN DE TOTALE CHINESE SCHULD (GEZINNEN + BEDRIJVEN + STAAT) VAN 2007 TOT 2014



Bron: The New York Times, Bank voor Internationale Betalingen, Wereldbank

In China zijn de economische vooruitzichten nagenoeg dezelfde gebleven. Een iets krappere monetair beleid en een iets expansiever begrotingsbeleid zorgen voor een relatief stabiele economische groei. Niettemin zal het groeimodel dat China sinds de financiële crisis van 2008 toepast in de komende jaren onhoudbaar worden. Hoewel de totale schuld van China in absolute cijfers (overheid, gezinnen en bedrijven) niet bijzonder groot is in vergelijking met de rest van de wereld, is het groeitempo ervan niet duurzaam. Het verbaast ons dan ook niet dat president Xi Jinping blijft herhalen dat wat de groei betreft, kwaliteit in de toekomst belangrijker wordt dan kwantiteit, en dat de economie op basis van kapitaalintensieve infrastructuur plaats zal moeten maken voor een minder kapitaalintensieve diensteneconomie. Die economische transitie kan lang aanslepen, aangezien de Chinese schuld intern is en het overschot op de lopende rekening en de omvang van de deviezenreserves het risico op een daling van de renminbi beperken, waardoor er ook minder kans is op een grote financiële crisis.

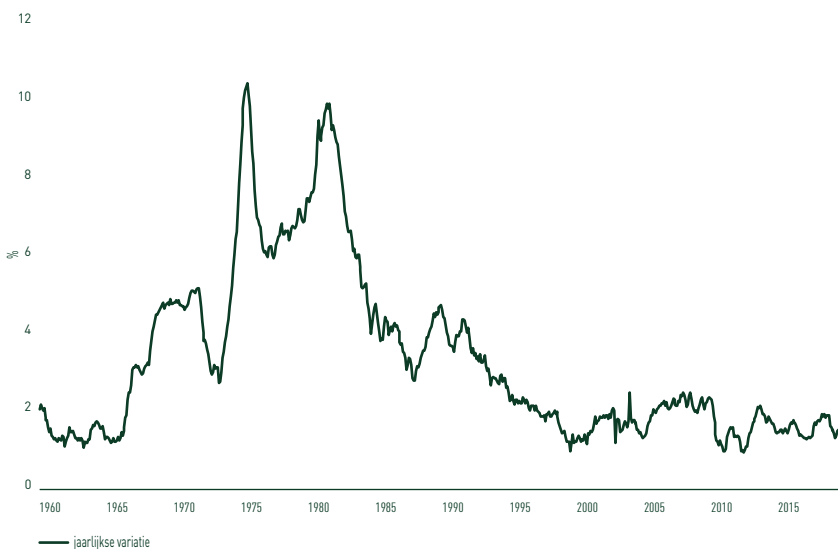
STRATEGISCHE SECTOREN VAN HET PLAN “MADE IN CHINA 2025”

1. Nieuwe informatie- en communicatietechnologieën (NICT)
2. Robots en computergestuurde werktuigmachines
3. Uitrusting voor de lucht- en ruimtevaart
4. Uitrusting voor diepzee-engineering en hoogtechnologische vaartuigen
5. Hoogtechnologische spoorweguitrusting
6. Energiezuinige voertuigen en voertuigen die rijden op duurzame energie
7. Installaties voor het produceren van energie
8. Nieuwe materialen
9. Biologische geneeskunde en performante medische instrumenten
10. Landbouwmachines

Bron: US Chamber of Commerce

In mei 2015 heeft de toenmalige eerste minister van China, Li Keqiang, een tienjarenplan ingevoerd met de naam Made in China 2025. Met dat plan wil China evolueren van 's werelds grootste fabrikant van massaconsumptiegoederen met weinig toegevoegde waarde naar een innoverend land met een geavanceerde economie door marktleider te worden in tien strategische sectoren (zie tabel hiernaast). Naast Made in China 2025 heeft China nog een ruimere doelstelling. Het land wil tegen 2049 de grootste industriële mogendheid worden. In dat jaar zal de Volksrepubliek China namelijk 100 jaar bestaan. De ambities van China verklaren waarom de regering-Trump zich waagt aan een handelsconflict met zijn belangrijkste concurrent. De Verenigde Staten stellen vast dat de globalisering niet de verwachte politieke, financiële en sociale liberalisering met zich heeft meegebracht, waardoor ze hun invloed verder naar het Oosten hadden kunnen uitbreiden. Integendeel, in haar huidige vorm heeft de globalisering China de kans gegeven om zijn industrie en zijn leger te moderniseren en dichterbij zijn belangrijkste doelstelling te komen, namelijk opnieuw een wereldmacht worden. Het protectionistische handelsbeleid van de regering-Trump lijkt de nieuwe strategie van de VS om die dreiging tegen te gaan.

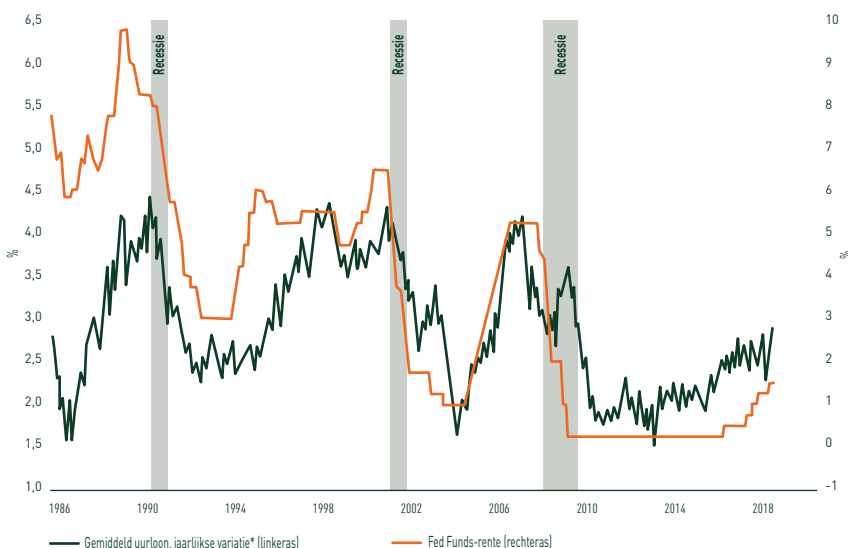
DEFLATOR VAN CONSUMENTENBESTEDINGEN ZONDER ENERGIE EN VOEDING IN DE VS



Bron: Minack Advisors

Na een hoger dan verwachte stijging van de lonen in februari is de vrees voor een terugkeer van de inflatiedruk in de VS toegenomen. In de praktijk zou een opflakking van de Amerikaanse inflatie niet indruisen tegen de economische logica, gezien de druk op de Amerikaanse arbeidsmarkt en de duur van de economische cyclus. Toch moeten we vaststellen dat de loonstijging in februari tot nu toe een uitzondering blijkt, aangezien de meeste prijsindicatoren niet wijzen op een hoge inflatiedruk. Zo schommelt de favoriete inflatiegraadmeter van de Federal Reserve, met name de deflator van de consumentenuitgaven zonder energie en voeding, sinds het begin van het jaar rond 1,5%. Dat is beduidend minder dan de doelstelling van 2%. Zolang structurele deflatorische factoren zoals de globalisering niet verdwijnen, zal elke inflatieopstoot het gevolg zijn van een normaliseringsproces in plaats van het begin van een duurzame prijsstijging.

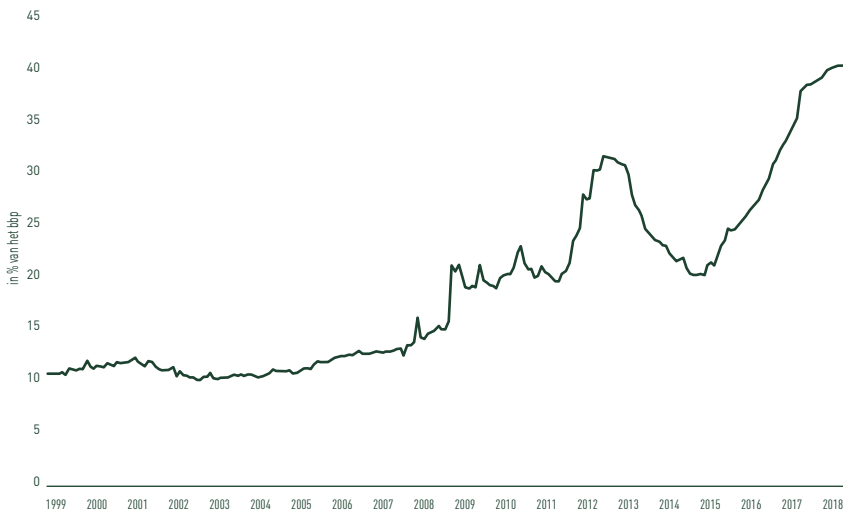
UURLOON IN DE VS EN FED-FUNDS-RENTE



Bron: Minack Advisors

Zoals verwacht heeft de Amerikaanse Federal Reserve op haar bijeenkomst in maart, die voor het eerst werd voorgezeten door Jerome Powell, haar beleidsrente met 25 basispunten verhoogd. Die monetaire verkrapping brengt de bovengrens van de Fed Funds-rente op 1,75%. Gemiddeld blijven de leden van het comité uitgaan van drie renteverhogingen in 2018, maar in 2019 verwachten ze er niet langer twee maar drie. De gemiddelde rente van de Federal Reserve zou in 2020 dus 3,4% kunnen bedragen, wat aanzienlijk hoger zou zijn dan de neutrale rente, die door de Federal Reserve geschat wordt op 2,9%. Jerome Powell preciseerde echter dat hij de strategie van een geleidelijke monetaire verkrapping waar zijn voorganger Janet Yellen mee was begonnen, zal blijven toepassen, aangezien signalen van een inflatieversnelling uitblijven. Als de inflatie niet stijgt, maar de korte rente dat zoals verwacht wel doet, zal de Amerikaanse rentecurve in de loop van het jaar verder afvlakken.

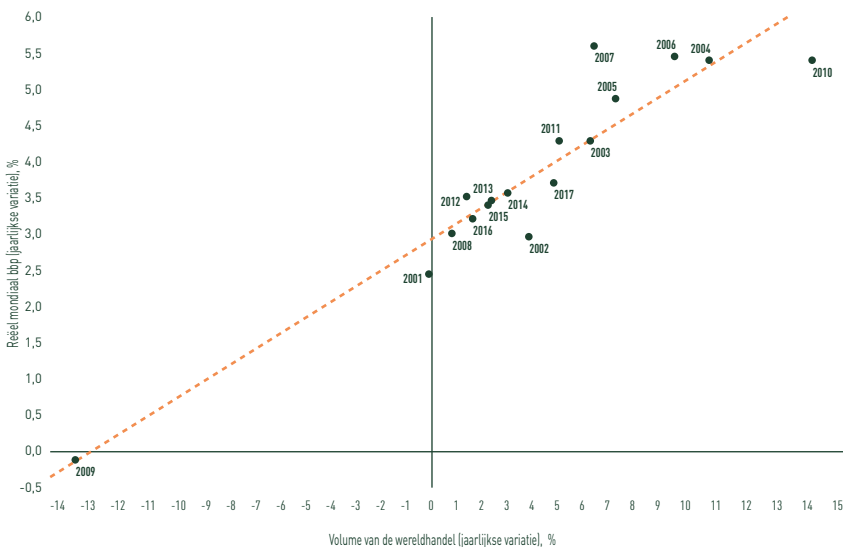
BALANS VAN DE EUROPESE CENTRALE BANK



Bron: Bloomberg

De Europese Centrale Bank heeft niet voor verrassingen gezorgd en liet de rente in maart ongewijzigd. Toch zette zij een eerste stap naar de geleidelijke stopzetting van het programma voor kwantitatieve monetaire versoepeling door in haar persbericht niet langer te vermelden dat de raad van bestuur bereid is het effecteninkoopprogramma uit te breiden of te verlengen. We kunnen dan ook veronderstellen dat de ECB in september 2018 zal stoppen met staats- en bedrijfsobligaties te kopen. De verklaring waarin stond dat de rente zeker nog tot lang na de stopzetting van de effecteninkopen ongewijzigd zal blijven, bleef echter behouden. Dat kan erop wijzen dat de twee voornaamste rentetarieven niet voor midden 2019 zullen worden verhoogd. De monetaire autoriteiten staan voor een dilemma: het economisch klimaat is niet langer een argument voor een nulrente of zelfs een negatieve rente, maar het minste signaal van een verdere monetaire verkrapping zou de euro plots kunnen doen stijgen, wat het economisch herstel in het gedrang zou kunnen brengen en de eurozone opnieuw in een crisis kan doen belanden.

ECONOMISCHE GROEI EN INTERNATIONALE HANDEL

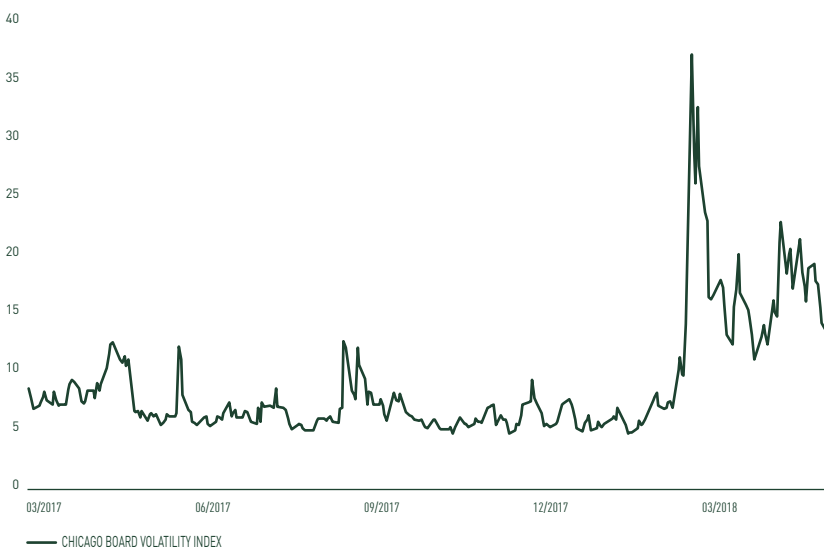


Bron: Nationale Bank van Canada, FBN Economie et Stratégie, IMF, CPB

De eenzijdige beslissing van de Verenigde Staten om invoerrechten te heffen op staal (25%) en aluminium (10%) zou kunnen leiden tot een handelsoorlog tussen de twee grootste wereldeconomieën. De aankondiging van de regering-Trump dat zij overweegt om ook invoerrechten te heffen op Chinese producten uit de tien strategische sectoren van het plan Made in China 2025 wijst erop dat het protectionistische handelsbeleid een instrument is geworden voor de buitenlandse politiek en tot doel heeft de forse opkomst van de Chinese tegenstander een halt toe te roepen. Als de Verenigde Staten die strategie blijven toepassen en China even fors reageert als het land nu zegt, zullen de negatieve gevolgen voor de wereldeconomie aanzienlijk zijn. In het ergste geval zal de vertraging van de economische groei gepaard gaan met een hogere inflatie door een stijging van de invoerprijzen. De stagflatie die daaruit zou voortvloeien, zou bijzonder moeilijk te bestrijden zijn wegens de buitensporig grote schuld. Een dergelijk scenario is momenteel weliswaar weinig waarschijnlijk, maar we kunnen het toch niet helemaal uitsluiten.

FINANCIËLE MARKTEN

CHICAGO BOARD VOLATILITY INDEX



Bron: Bloomberg

Na een opmerkelijk rustig jaar is de volatiliteit op de financiële markten teruggekeerd. Eind januari is zij beginnen te stijgen, toen de overheidsrente opveerde door een versnelling van de loonstijging en vrees voor oververhitting van de Amerikaanse economie. Sindsdien hebben de economische indicatoren die vrees weer doen wegebben. Er volgde echter een tweede opstoot na de harde taal van de Verenigde Staten op geopolitiek en handelsgebied. Daardoor begonnen beleggers te vrezen voor een handelsoorlog en lieten zij risicovolle activa links liggen. Bij de eerste terugval van de beurzen gingen ook obligaties en goud lager, maar die beleggingscategorieën hielden daarna beter stand dan aandelen.

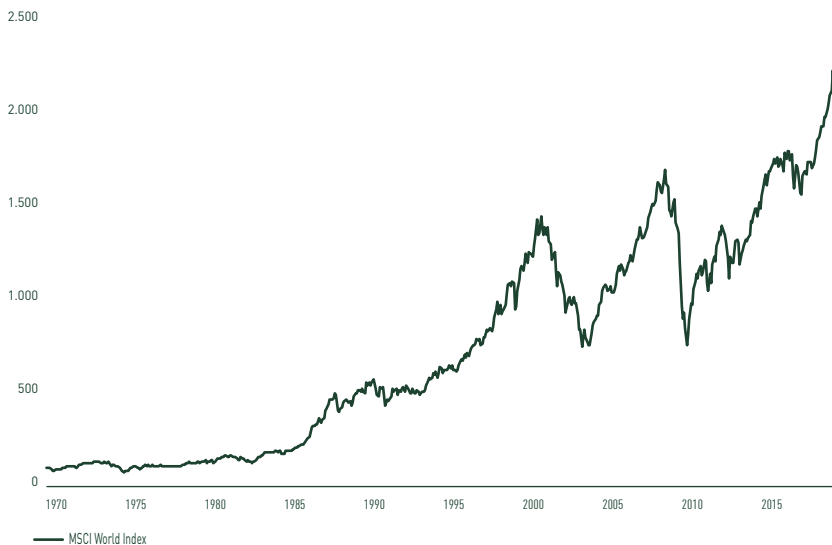
WAARDERINGSVEELVOUDEN BLIJVEN HOOG



Bron: Morgan Stanley

In deze context van toegenomen volatiliteit is het erg belangrijk om het hoofd koel te houden, zorgvuldige analyses te maken en discipline aan de dag te leggen. Welke argumenten pleiten momenteel voor en tegen aandelen? Wat tegenargumenten betreft, is er in de eerste plaats het beleid van de Federal Reserve, die een monetaire verkrapping doorvoert op een moment dat de waarderingsveelvouden (vooral in de VS) erg hoog zijn. Bovendien nemen de geopolitieke en handelsspanningen toe. Ten slotte begint de markt zich zorgen te maken over de inflatie, enerzijds als gevolg van een eventuele versnelde stijging van de loonkosten en anderzijds door nieuwe invoerrechten en een overstimulering van de Amerikaanse economie (door de belastinghervorming en de hogere overheidsuitgaven). Die factoren vergroten de onzekerheid en zouden kunnen leiden tot een hogere risicopremie als gevolg van een daling van de waarderingsveelvouden.

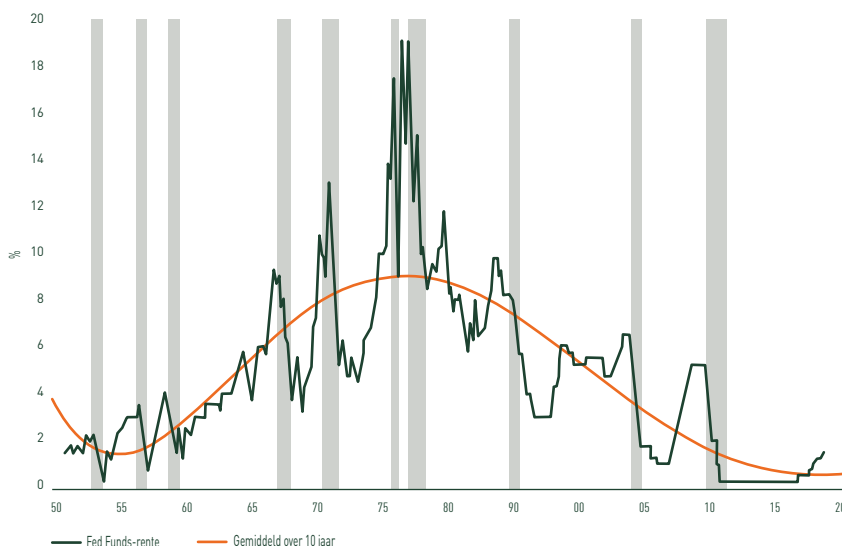
ONTWIKKELING VAN DE MONDIALE AANDELENINDEX SINDS 1970



Bron: Bloomberg

Op langere termijn moeten we ons trouwens ook de cruciale vraag stellen of het klimaat van de afgelopen decennia, dat voor de financiële markten bijzonder gunstig was, niet aan het omslaan is. Dat klimaat werd gekenmerkt door de globalisering, een daling van de inflatie en de rente en een stijging van de winstmarges van bedrijven. Die factoren zijn niet alleen gunstig voor aandelen, maar ook voor obligaties. Wanneer dat klimaat in gevaar komt door toenemend protectionisme en een stijgende inflatie, kan dat alleen maar slecht nieuws zijn voor de financiële markten. Het lijkt voorlopig echter voorbarig om te zeggen dat die ommekeer definitief is begonnen. Heel wat waarnemers denken bijvoorbeeld dat de harde taal van de VS op het gebied van internationale handel slechts een strategie is om bij hun handelspartners nieuwe handelsvoorwaarden af te dwingen. We kunnen alleen maar vaststellen dat het risico op een incident groot is.

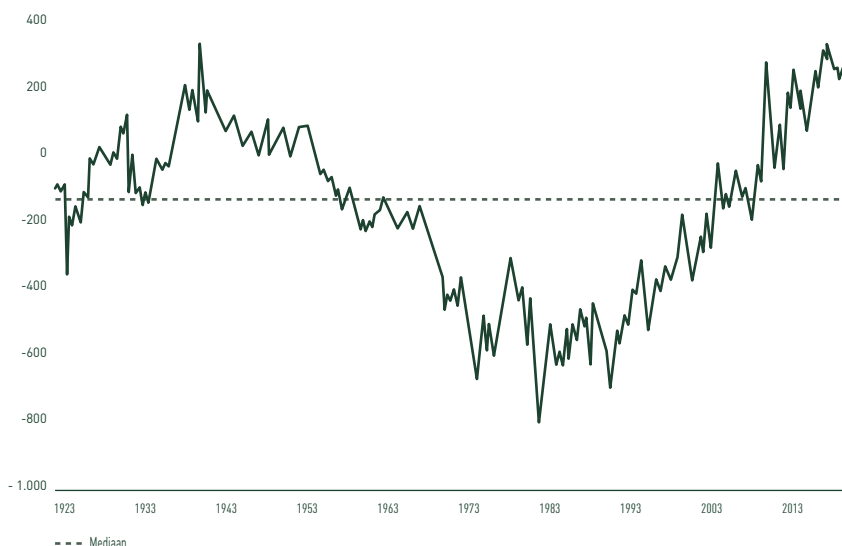
BELEIDSRENTE VAN DE FEDERAL RESERVE



Bron: Federal Reserve, Minack Advisors

De financiële markten hebben in de voorbije jaren ook sterk geprofiteerd van de fiscale en monetaire beleidsmix en de inschikkelijke houding van de centrale banken in het algemeen. Doorgaans zijn de markten opgetogen wanneer een expansief monetair beleid gepaard gaat met een streng fiscaal beleid (op voorwaarde dat de economie blijft groeien). In de Verenigde Staten gebeurt nu echter het omgekeerde: het monetaire beleid wordt aangescherpt, terwijl het begrotingstekort fors oploopt. Wat de houding van de centrale banken betreft, is in de afgelopen jaren en decennia een fenomeen ontstaan dat beleggers doorgaans de 'Greenspan/Bernanke/Yellen put' noemen. Daarmee bedoelen ze dat de monetaire autoriteiten de neiging vertonen de ontwikkeling van de beurs centraal te stellen en hun monetair beleid te versoepelen zodra de beurs te sterk terugvalt. We weten echter nog niet of Jerome Powell, de nieuwe voorzitter van de Federal Reserve, die lijn zal blijven volgen.

SPREAD TUSSEN DIVIDENDRENDEMENT EN OBLIGATIERENTE



Bron: Morgan Stanley

Hoewel de tegenargumenten voor aandelenbeleggingen zijn toegenomen, mogen we de argumenten die in het voordeel van aandelen pleiten niet onderschatten. Ten eerste blijft het economisch klimaat in het algemeen goed, met een bescheiden, maar positieve groei en een lage inflatie. De bedrijfswinsten stijgen en zullen in de VS profiteren van de belastinghervorming. Ondanks de monetaire verkrapping van de Federal Reserve blijft de beleidsrente van de centrale banken erg laag, vooral buiten de VS. De obligatierente is enigszins gestegen sinds het dieptepunt van midden 2016, maar de stijging blijft erg gematigd. Kortom, de oorzaken van een neerwaartse markttrend (terugval van de bedrijfswinsten en/of aanzienlijke rentestijging) zijn nog altijd nergens te bespeuren. Bovendien is het economisch herstel van de laatste jaren in ruime mate te danken aan de stijging van de financiële en de vastgoedbeleggingen, en hoewel de Amerikaanse centrale bank een nieuwe voorzitter heeft gekregen, zou het ons ten zeerste verbazen dat de monetaire autoriteiten die stijging in gevaar zouden willen brengen.

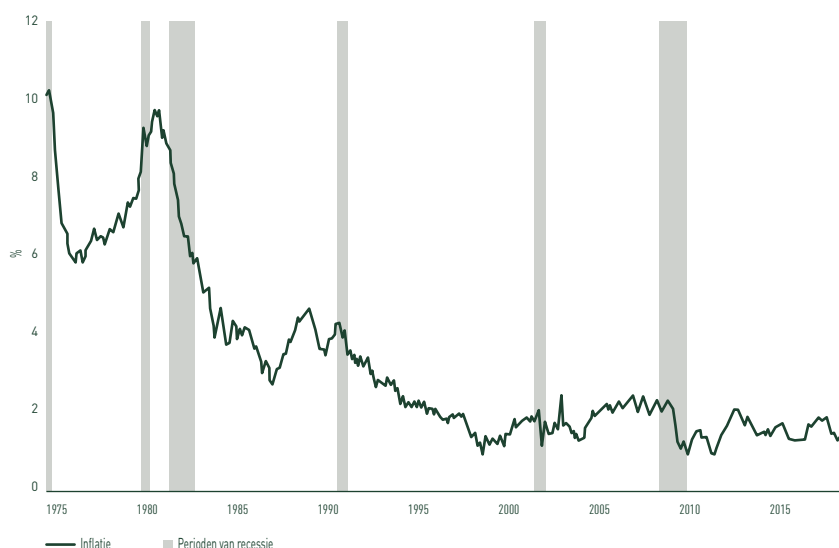
ONTWIKKELING VAN DE TATS SINDS 2016



Bron: Bloomberg

De opflakking van de volatiliteit pleit duidelijk voor een actief beheer. Als belegger kunnen we niet ontkomen aan de hoge waarderingsveelvouden van aandelen, die maken dat het stijgingspotentieel van de voornaamste beursindexen in de komende jaren erg beperkt is. Voor wie een voldoende lange beleggingshorizon heeft, is het dus goed om populaire aandelen links te laten liggen, vooral ook omdat de stijging van de indexen de laatste jaren steeds meer berustte op een beperkt aantal aandelen door de grote belangstelling voor indexbeheer. Zo was 55% van het rendement van de MSCI Asia APEX-index tussen eind januari 2016 en eind januari 2018 afkomstig van amper vier aandelen, namelijk Tencent, Samsung, Alibaba en Taiwan Semiconductor. Diezelfde aandelen waren tussen januari en maart van dit jaar verantwoordelijk voor 38% van de daling van diezelfde index.

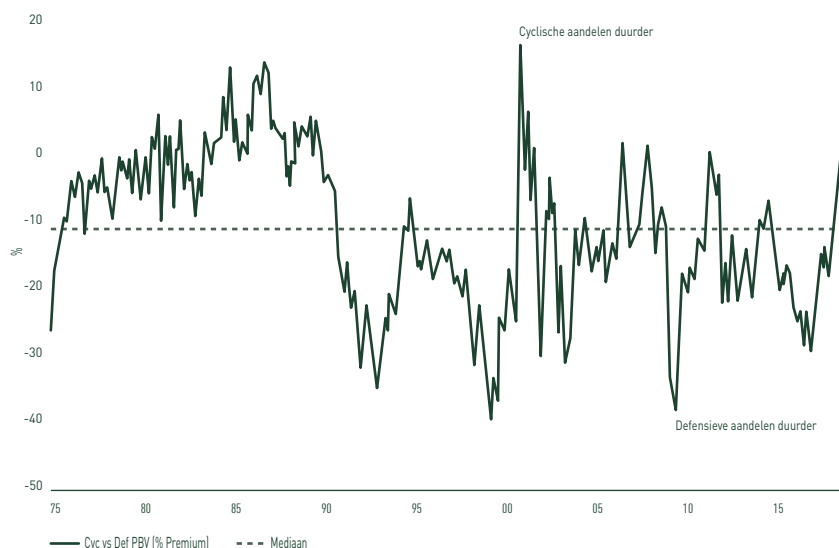
EEN BEPERKTE INFLATIE



Bron: Gluskin Sheff

Wie zijn beleggingen actief beheert, moet ook een bepaald idee hebben over het verdere verloop van bepaalde economische parameters. De spreiding over de verschillende beleggingscategorieën en de effectenselectie zijn niet dezelfde in een scenario van toenemend protectionisme en isolationisme in de VS als in een scenario waarin de economie oververhit en de inflatie stijgt. Voorlopig kunnen we onmogelijk met zekerheid zeggen wat de regering-Trump zal doen. Het is dan ook gevaarlijk om een beleggingsstrategie op de vaak wisselvallige uitspraken van de Amerikaanse regering te baseren. De structurele factoren die zorgen voor een vrij matige groei en een lage inflatie lijken daarentegen stand te houden. Als dat zo blijft, worden de beurzen niet zozeer bedreigd door een duurzame rentestijging, maar veeleer door de economische en geopolitieke onzekerheid.

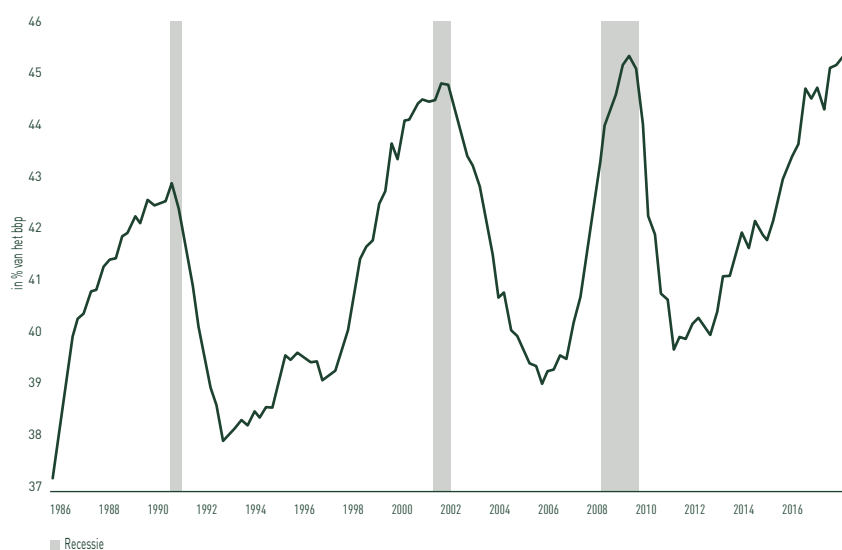
RELATIEVE WAARDERING VAN CYCLISCHE AANDELEN TEN OPZICHTE VAN DEFENSIEVE AANDELEN



Bron: Morgan Stanley

Ook de sectorallocatie verschilt sterk naargelang het scenario. Als de economie oververhit en de inflatie stijgt, verdienen cyclische sectoren de voorkeur, omdat defensieve sectoren onder druk zouden kunnen komen door de stijging van de lange rente. Als het gevaar voor de beurzen, zoals wij verwachten, echter afkomstig is van geopolitieke en economische onzekerheid (op een moment waarop de winstverwachtingen erg hoog zijn), verdienen defensieve sectoren de voorkeur, vooral omdat die sectoren in het algemeen van betere kwaliteit zijn. Heel wat bedrijven in die sectoren halen namelijk een hoog kapitaalrendement en hebben relatief stabiele resultaten, wat leidt tot aantrekkelijke, duurzame dividenden en een gezonde balans. En dat zijn nu net de factoren die beleggers zoeken wanneer de risicoaversie toeneemt. De relatieve waardering van de defensieve sectoren is trouwens aantrekkelijk, omdat ze de voorbije twee jaar in het algemeen uit de gunst waren geraakt.

STIJGING VAN DE SCHULD VAN AMERIKAANSE BEDRIJVEN (IN % VAN HET BBP)



Bron: Gluskin Sheff

De recente economische cijfers hebben de vrees voor een oververhitting van de Amerikaanse economie niet bevestigd en wezen veeleer op een lichte verzwakking van de groeidyndameik, met name in Europa. Een forse stijging van de obligatierente lijkt dan ook niet aan de orde, vooral als de inflatie onder controle blijft. Het is onrealistisch te beweren dat tien jaar na de crisis eindelijk de basis gelegd zou zijn voor een versnelling van de wereldeconomie. Opmerkelijk is niet dat de economische groei licht versnelt, maar wel dat er jaren van onconventioneel monetair beleid nodig waren om tot dit punt te komen. De wereldeconomie blijft te kwetsbaar en de schuld blijft te groot om een forse rentestijging aan te kunnen.

RENTE OP TIENJARIGE STAATSOBLIGATIES



Bron: Crédit Suisse

Een duurzame, forse rentestijging lijkt dus uitgesloten, maar we moeten benadrukken dat obligaties een risicovolle beleggingscategorie geworden zijn. Gezien het algemene schuldprobleem is het per definitie gevaarlijk om effecten te kopen van emittenten met een behoorlijke schuld, en laat dat net de definitie van een obligatie zijn. Bovendien bieden dergelijke beleggingen een rente die veel te laag is voor het gelopen risico en die in reële cijfers, dus aangepast voor de inflatie, vaak zelfs negatief is. Obligatiebeleggers verliezen op termijn dus aan koopkracht. Het risico van obligaties blijft tegenwoordig niet beperkt tot een (tijdelijk) verlies wanneer de rente stijgt, maar wordt een duurzaam verlies wanneer de emittent zijn schuld niet kan afbetalen. Zoals vaak het geval is, wordt dat risico pas achteraf zichtbaar.

ONTWIKKELING VAN DE AMERIKAANSE OVERHEIDSRENTE (TIENJAARSRENTE – TWEEJAARSRENTE) SINDS MIDDELIJN 2016



Bron: Bloomberg

Binnen een beleggingscategorie die fundamenteel gezien weinig aantrekkelijk is, bieden Amerikaanse staatsobligaties nog enig soelaas. Zij vertonen namelijk al bijna twee jaar een dalende trend, en de tienjaarsrente is sinds juli 2016 gestegen van 1,36% tot 2,86%. Doordat de obligatierente in de andere ontwikkelde landen uitzonderlijk laag blijft, is de Amerikaanse rente nog relatief aantrekkelijk, waardoor elke verdere stijging waarschijnlijk echter beperkt zal blijven. Dat lijkt trouwens een van de redenen voor de uitgesproken afvlakking van de Amerikaanse rentecurve. Ten slotte, en op voorwaarde dat ze als een veilige haven gezien blijven worden (wat niet zeker is, gezien het oplopende begrotingstekort van de VS), zijn Amerikaanse staatsobligaties ook een manier om een evenwichtige portefeuille te diversifiëren.

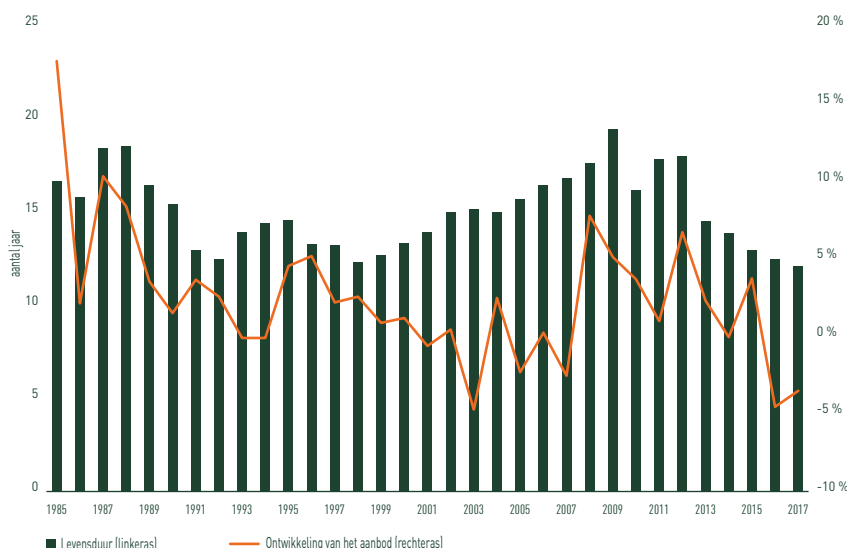
ONTWIKKELING VAN DE GOUDKOERS IN PERIODEN VAN CRISIS

	Begin	Einde	S&P 500	Staats-obligaties VS	Goud
Beurscrash van 1987	25/08/1987	19/10/1987	-33,2%	-7,2%	5,0%
Invasie in Koeweit door Irak	17/07/1990	12/10/1990	-17,6%	-0,4%	7,6%
Aziatische crisis	07/10/1997	28/10/1997	-6,2%	0,0%	-4,6%
Rusland / Long-Term Capital Management crisis	20/07/1998	08/10/1998	-18,7%	5,3%	1,2%
Gebeurtenissen van 11 september 2001	10/09/2001	11/10/2002	-22,3%	11,2%	16,6%
Wereldwijde financiële crisis	11/10/2007	06/03/2009	-54,5%	15,8%	25,6%
Crisis van de eurozone	20/04/2010	01/07/2010	-14,5%	4,5%	5,1%
U.S. sovereign debt downgrade	25/07/2011	09/08/2011	-12,3%	3,6%	7,8%
Taper tantrum	22/05/2013	24/06/2013	-4,8%	-2,0%	-6,4%
China worries	18/08/2015	11/02/2016	-11,8%	3,5%	11,5%
Gemiddelde			-19,6%	3,4%	6,9%

Bron: Bloomberg

De goudprijs profiteerde enigszins van de geopolitieke en handelsspanningen en is sinds het begin van het jaar met ongeveer 3% gestegen. Het edelmetaal is om verschillende redenen nog altijd op zijn plaats in een evenwichtige portefeuille. We denken daarbij niet alleen aan de zeer complexe geopolitieke situatie, maar ook aan de overmatige wereldwijde schuld, de verslechtering van de fiscale situatie in de VS, de zeer lage reële rente en de hoge waarderingsveelvouden van aandelen. Al die factoren zijn gunstig voor goud. Bovendien is ook de verhouding tussen vraag en aanbod positief. Het aanbod is beperkt door een daling van de levensduur van de mijnen en omdat goudbedrijven te weinig investeren in nieuwe goudmijnen.

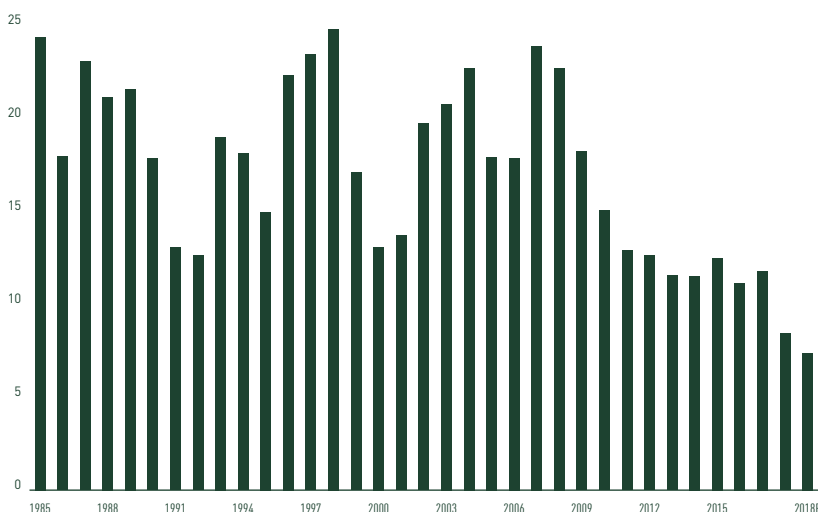
GEMIDDELDE LEVENSDUUR VAN MIJNEN EN VARIATIE VAN HET AANBOD



Bron: Scotiabank

Op langere termijn zullen de centrale banken bij een volgende uitgesproken vertraging van de wereldwijde groei bovendien minder conventionele middelen ter beschikking hebben om de groei te stimuleren, aangezien zij er in de afgelopen jaren niet in geslaagd zijn de beleidsrente te normaliseren. Daardoor neemt de kans toe dat zij hun toevlucht zullen nemen tot nog agressievere onconventionele maatregelen, zoals de directe financiering van overheidsstekorten, wat het vertrouwen in papiergeld nog meer zou schaden. Op korte termijn zou de goudprijs eventueel kunnen dalen door een flinke versnelling van de Amerikaanse groei en een sneller dan verwachte monetaire verkrapping van de Federal Reserve, die op die manier zou willen voorkomen dat de markt denkt dat ze achter de curve aanholt. Een dergelijk scenario zou aan de andere kant bijzonder gunstig zijn voor de Amerikaanse dollar.

KOERS-KASTROOMVERHOUDING VAN GOUDBEDRIJVEN



Bron: Scotiabank

Goudbedrijven zijn nog altijd een agressievere manier om in goud beleggen, omdat zij een hefboom bieden op de goudprijs. Het is dan ook verrassend dat de goudmijnindex al sinds eind 2016 achterblijft bij de goudprijs, aangezien goud in die periode duurder is geworden (althans in USD). Dat gebeurt niet zo gauw. De goudmijnindex noteert momenteel op hetzelfde niveau als in 2008, toen goud 730 USD per troy ounce kostte. Een zorgvuldige effectenselectie blijft echter essentieel. De voornaamste selectiecriteria die in aanmerking zouden moeten worden genomen, zijn onder meer de kwaliteit van het management, de financiële situatie, de levensduur van de mijnen, het geopolitieke risico en de productiekosten.

We kunnen besluiten dat de ontwikkelingen op de financiële markten sinds het begin van het jaar enigszins moeten worden gerelativeerd. 2017 was een uitzonderlijk jaar, zowel wat rendement betreft (nagenoeg alle grote indexen zijn in de lokale valuta met meer dan 10% gestegen), als op het gebied van volatiliteit (die was historisch laag). Na een uitzonderlijke start van het jaar zijn de beursindexen vanaf eind januari wat teruggevallen en is de volatiliteit flink gestegen. Dat is helemaal niet dramatisch en is voor beleggers een herinnering dat de beurzen niet alleen maar stijgen. Het wijst dus op een gezonde situatie. De hogere volatiliteit betekent echter niet dat het economisch klimaat volledig is omgeslagen. Het cyclisch herstel gaat voort, ook al mogen we dat niet verwarren met een duurzame versnelling van de wereldeconomie. Voor een dergelijke groeiversnelling is er eenvoudigweg geen basis.

Het is evenwel duidelijk dat de harde taal van de regering-Trump op geopolitiek en handelsgebied voor onzekerheid zorgt en een risico vormt dat er enkele maanden geleden nog niet was. In principe zal de risicopremie op aandelen daardoor stijgen, als gevolg van een daling van de waarderingsveelvouden of de langetermijnrente. Bovendien blijft de Federal Reserve haar monetaire beleid aanscherpen en is het niet zeker dat de nieuwe voorzitter bereid is om de markten even snel te hulp te komen als zijn voorgangers. We mogen ook niet vergeten dat van de dertien monetaire-verkrappingscycli sinds de Tweede Wereldoorlog, er tien geëindigd zijn in een economische recessie en dat de beurzen in een recessie doorgaans fors terugvallen. Door de daling van de beurzen sinds eind januari en de verhoging van de winstverwachtingen zijn de veelvouden de laatste maanden trouwens al enigszins gedaald, maar ze blijven hoog.

Uit al het voorgaande mogen we echter niet besluiten dat aandelen helemaal gemeden moeten worden. Ondanks de monetaire verkrapping in de VS blijft de rente erg laag. En ook in de VS heeft de verhoging van de Fed Funds-rente geen forse stijging van de lange rente uitgelokt. Integendeel, de rentecurve is zelfs afgevlakt. Bedrijven boeken voorts nog altijd een behoorlijke winstgroei. De twee factoren die doorgaans een neerwaartse markttrend in gang zetten, zijn dus nergens te bespeuren. In een klimaat van toenemende risicoaversie verdienen defensieve kwaliteitsbeleggingen evenwel de voorkeur, vooral omdat hun relatieve waardering aantrekkelijk is geworden.

De obligatiemarkten zijn fundamenteel gezien weinig aantrekkelijk, maar Amerikaanse staatsobligaties zijn nog iets interessanter voor een evenwichtige portefeuille door de hogere rente die ze bieden en hun status van veilige haven.

Goud is nog altijd op zijn plaats in een gediversifieerde portefeuille. Goud of goudbedrijven zijn echter langetermijnbeleggingen en niet geschikt om te speculeren.

BLI BANQUE DE
LUXEMBOURG
INVESTMENTS

PERSPECTIVES Nr. 155

2^e kwartaal 2018

Redactie beëindigd op

16.04.2018

Redactie en verantwoordelijke uitgever:

BLI - Banque de Luxembourg Investments S.A.

16, Boulevard Royal

L-2449 Luxembourg

Tel. (+352) 26 26 99 33 18

Fax (+352) 26 26 99 33 33

www.bli.lu

Drukwerk:

Imprimerie Centrale s.a. Luxembourg

Dit document werd met de grootst mogelijke aandacht en zorg opgesteld door BLI - Banque de Luxembourg Investments S.A. (BLI).

De standpunten of meningen in deze publicatie zijn die van de auteurs en zijn in geen geval bindend voor BLI.

De financiële en economische informatie in deze publicatie wordt louter ter informatie verstrekt op basis van de gegevens die bekend waren op de publicatiedatum. Deze informatie vormt geen beleggingsadvies, noch een verzoek of aanbeveling om te beleggen, en mag evenmin worden gezien als fiscaal of juridisch advies. Alle informatie moet met de grootste omzichtigheid worden gebruikt. BLI geeft geen enkele garantie met betrekking tot de juistheid, de betrouwbaarheid, de recentheid of de volledigheid van deze informatie. De aansprakelijkheid van BLI kan niet worden ingeroepen als gevolg van het verstrekken van deze informatie of van beslissingen die een persoon, al dan niet een cliënt van BLI, op basis daarvan neemt, aangezien deze persoon de volledige verantwoordelijkheid voor zijn beslissingen draagt. Potentiële beleggers moeten zich ervan vergewissen dat ze de inherente risico's van hun beleggingsbeslissingen begrijpen en mogen slechts beleggen na rijp beraad, in overleg met hun eigen professionele adviseurs, over de vraag of de voorgenomen beleggingen geschikt zijn in hun specifieke financiële situatie, in het bijzonder rekening houdend met alle boekhoudkundige, fiscale en juridische aspecten. Wij herinneren eraan dat in het verleden behaalde resultaten van financiële instrumenten geen garantie bieden voor de toekomst.