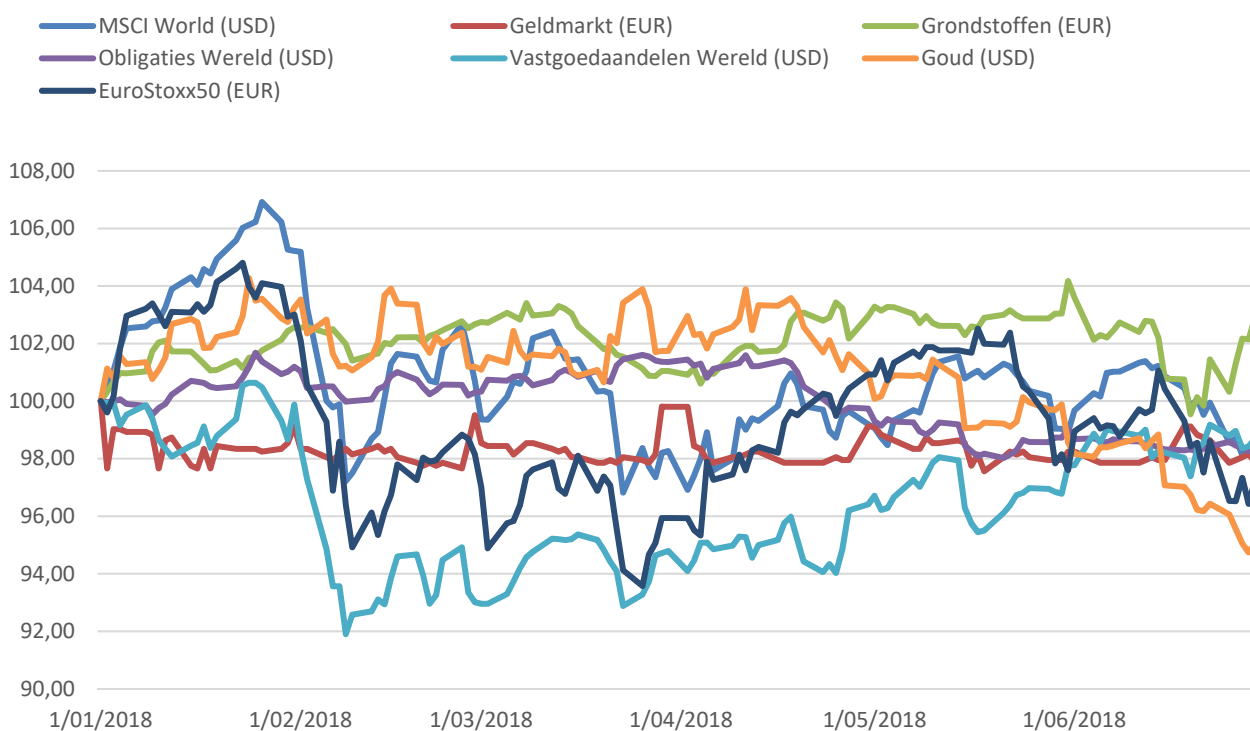




Rendement en Risico in 2018

UPDATE JULI 2018

De prestaties van de grote activaklassen (01/01/2018-30/06/2018)



Dit document is geen investeringsaanbod, noch een verzoek of uitnodiging tot het kopen van of intekenen op een belegging in om het even welke jurisdictie. Rendementsverwachtingen of in het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst, maar dienen slechts ter illustratie. De waarde van beleggingen kan zowel stijgen als dalen. De informatie in dit document is met de meeste zorg samengesteld. Er zal geen aansprakelijkheid worden aanvaard voor eventuele onjuistheden. Deze publicatie verleent geen rechten.

DEEL I - De wereldeconomie in het 2^{de} halfjaar 2018

I.1. Recente ontwikkelingen

In de kwartaalupdate van april 2018 schetst het Internationaal Monetair Fonds (IMF) een positief beeld van de wereldwijde economische toestand en vooruitzichten voor dit en volgend jaar. Met 3,9% verwachte BBP groei zowel in 2018 als in 2019, is weliswaar het jaarlijkse groeiritme van voor de crisis 2008-2009 niet bereikt, maar het is wel het hoogste cijfer sinds 2011. Bovendien groeit de economie in zowat alle delen van de wereld. Hoewel de prognose voor 2019 gelijk is aan die voor 2018, verwacht het IMF voor volgend jaar een verschuiving: de opkomende landen zouden het wat beter doen, terwijl de ontwikkelde economieën van vooral de eurozone stoom zouden aflaten. Een van de factoren die de positieve IMF vooruitzichten schraagt, is **de Amerikaanse fiscale politiek van belastingverlagingen, wellicht later dit jaar aangevuld door een investeringsprogramma in infrastructuur geraamd op 1,1 biljoen USD.** Dit is best uitzonderlijk. Normalerwijs gaat een regering over tot belastingverlagingen en het opstarten van grote openbare werken wanneer de economie in een dip zit. Vandaag gebeurt in de Verenigde Staten net het tegenovergestelde. De Amerikaanse groei en werkgelegenheid zijn hoog en toch worden bijkomende stimuli toegediend. Het risico van oververhitting neemt hierdoor toe wat kan leiden tot snellere en meer renteverhogingen dan vandaag verwacht. Naast tekorten op de arbeidsmarkt, is een van de belangrijkste tekenen die op oververhitting kunnen wijzen, het oplopen van inflatie. Tot nog toe is inflatie echter geen probleem. Noch in de eurozone, noch in de Verenigde Staten slagen de centraal bankiers erin ze consistent boven het door hen gewenste niveau van 2% te tillen. Gelet op de nog steeds ultralage tot negatieve rentevoeten in grote delen van de wereld, het massaal opkopen van allerlei effecten door o.m. de Europese Centrale Bank (ECB) en de Bank of Japan (BoJ) en de sterkere economische groei, zou je nochtans verwachten dat het prijzenpeil flink oploopt. **Dit gebeurt slechts in beperkte mate, wat de grote centrale banken toelaat hun politiek van massale geldverruiming en ultralage rente te bestendigen.**

Een ontwikkeling die de positieve IMF vooruitzichten kan verstoren, is het streven van de Trump administratie om de internationale handelsstromen naar de Verenigde Staten op een meer evenwichtige manier te organiseren. Vandaag is het nog steeds zo dat de Amerikaanse invoerrechten op een hele reeks producten die uit China, Europa en Japan naar daar worden geëxporteerd, lager liggen dan omgekeerd. Een goed voorbeeld is de autosector. De import van een Europese auto is actueel onderworpen aan Amerikaanse tolrechten van 2,5%, terwijl de import van een Amerikaanse auto naar de eurozone 10% kost + Btw op de waarde van het voertuig. Zouden de Amerikaanse tolrechten gelijk worden gesteld dan worden importauto's meteen een stuk duurder, wat hun verkoop zal bemoeilijken. Gelijkaardige onevenwichten bestaan in heel wat economische sectoren. De Amerikaanse overheid wil bv. op zo diverse Chinese importproducten als allerlei voedingswaren, grondstoffen en scheikundige stoffen voor een totale waarde van 200 miljard USD een tarief van 10% instellen. Hoewel het niet onlogisch is om voor iedereen 'de lat gelijk te willen leggen', zien de Amerikaanse handelspartners dat anders. Zowel China als de Europese Unie hebben al tegenmaatregelen getroffen en belasten een reeks Amerikaanse invoerproducten zwaarder. **Zo deze escalatie doorzet, stevent de wereld af op een heuse handelsoorlog. Die zal de economische activiteit vertragen, de bedrijfswinsten aantasten en de beurzen in een negatieve trend duwen.**

Voor zover het scenario van een escalerende handelsoorlog kan worden vermeden, kennen de grote economische blokken dit en een groot deel van volgend jaar wellicht nog een mooie groei. Maar na een lange expansie die wat de Verenigde Staten betreft haar 9^{de} jaar ingaat, is het niet onrealistisch om voor volgend jaar rekening te houden met een terugslag. Dit is nu eenmaal eigen aan de dynamiek van ons kapitalistisch systeem, gekenmerkt door op- en neergaande economische golfbewegingen. Hoe zwaar die teruggang zal zijn is vandaag niet te schatten, want afhankelijk van variabelen zoals tot

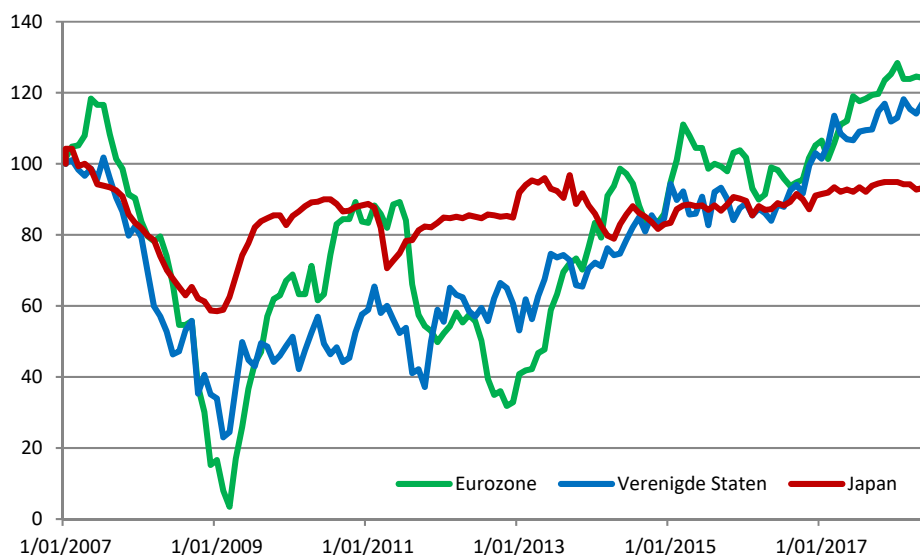
welk peil de Fed de korte rente zal optrekken, of hoe de Brexit onderhandelingen zullen worden besloten.

Bovendien zorgt ook de monetaire politiek voor toenemende onzekerheid. Het beeld dat de BoJ, ECB en Fed ophangen is er een van een trage normalisering: de rente wordt met mondjesmaat opgetrokken (Fed) en er komt binnenkort een einde aan de kwantitatieve versoepeling (BoJ en ECB). Dit is echter in de veronderstelling dat de wereldeconomie op het groeipad blijft zoals o.a. door het IMF voor dit en volgend jaar uitgestippeld (zie hoger). De combinatie van een reeds lange economische expansie en de oplopende handelsspanningen, doet ons daarentegen besluiten dat verdere renteverhogingen in de tweede helft van volgend jaar (Fed) of een eerste verhoging (BoJ, ECB) niet voor de hand liggen. In de grond hebben de grote centrale banken geen keus: de rente normaliseren (d.w.z. de rentevoeten in overeenstemming brengen met de economische realiteit) is simpelweg uitgesloten omdat de wereldeconomie functioneert op het creëren van almaar meer schuld. Beduidend hogere rentevoeten maken voor veel partijen het dragen van deze schulden onhoudbaar. **Geen enkele centrale bank zal door het fors verhogen van haar rentevoeten willen bijdragen tot de implosie van de schuldenpiramide.** Op korte termijn (d.w.z. tot het einde van dit jaar) zal de Fed de korte rente volgens consensus nog twee keer verhogen, maar nadien is het onduidelijk wat er nog in de pijp zit. Wat de BoJ en de ECB betreft is een eerste renteverhoging ook in 2019 wellicht uitgesloten.¹ Dit alles heeft voor gevolg dat het optimisme over de toekomstige gang van zaken vergeleken met een jaar geleden flink is bekoeld. De economisch-financiële update die het IMF einde juli publiceert, zal hiernaar ongetwijfeld verwijzen. **De implicaties van dit alles voor de financiële markten komen in het tweede deel van dit memo aan bod.**

1.2. Enkele veelzeggende grafieken

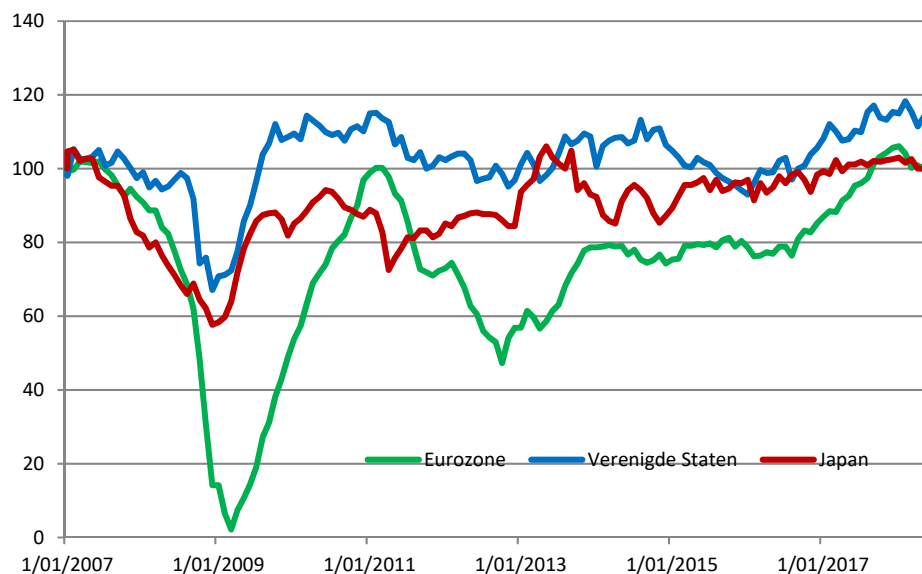
De volgende grafieken geven een beeld van hoe de economische toestand de voorbij jaren is geëvolueerd. Telkens worden ze gevolgd door een korte bespreking.

a) Consumentenvertrouwen van 1 januari 2007 t.e.m. 30 juni 2018



¹ Dit basisscenario kan anders uitdraaien zo de inflatie sterk oploopt, iets wat de meeste analisten niet verwachten. Hoewel, een conflict bv. in het Midden-Oosten zou de olieprijs boven de 100 USD/vat kunnen jagen en in zijn zog ook andere energieprijzen opwaarts onder druk zetten. Hierdoor kan de inflatie snel en sterk oplopen. Maar zelfs dan nog is een reeks renteverhogingen onwaarschijnlijk. De wereldwijde schulden zijn zo aanzienlijk dat de grote centrale banken wellicht hoge inflatie verkiezen (die de reële waarde van schulden uitholt), dan dat ze de rente sterk zouden verhogen om de oplopende inflatie de kop in te drukken.

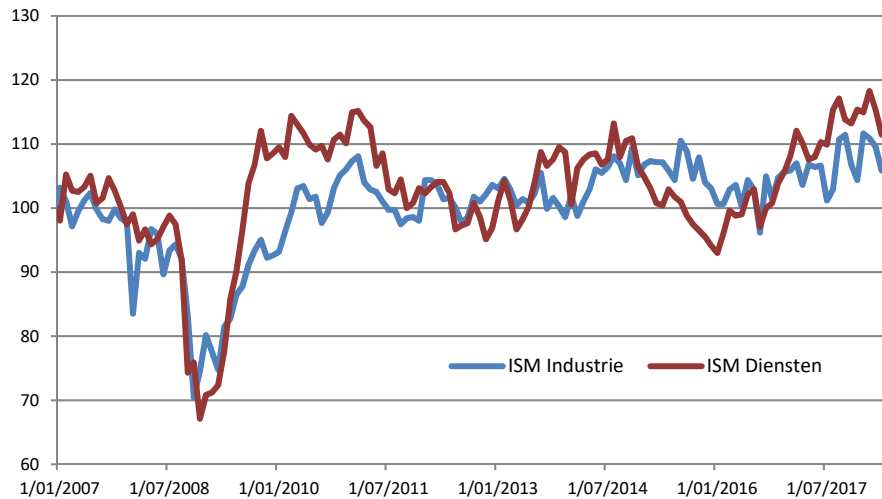
b) Producentenvertrouwen van 1 januari 2007 t.e.m. 30 juni 2018



Beide grafieken geven tot begin 2013 eenzelfde beeld: tijdens de financiële crisis van eind 2008 - begin 2009 verschrompelt in de eurozone het vertrouwen van consumenten en producenten. In maart 2009 begint het herstel. Echter, van 2011 tot begin 2013 is er een nieuwe verzwakking. Sindsdien zit het consumentenvertrouwen in de lift. In de Verenigde Staten volgt het consumentenvertrouwen van begin 2009 tot begin 2017 een opgaand parcours; sindsdien stabiliseert het. Het Japanse consumentenvertrouwen is vastgeroest op het lage niveau van begin 2007. Het recente verloop van het producentenvertrouwen in de drie regio's laat een vlakker beeld zien, waarbij de eurozone sinds kort opnieuw het niveau van voor de crisis heeft bereikt. Naast de onzekere uitkomst van de Brexit onderhandelingen, is de **hamvraag of de oplopende handelsspanningen tussen de Verenigde Staten en de rest van de wereld het vertrouwen van consumenten en producenten niet zullen ondergraven**. Immers, niet alleen de eigenlijke handelsbeperkingen zijn belangrijk (hogere toltarieven wegen uiteraard op de wereldhandel), maar er is ook de psychologische kant. Een consument geeft maar geld uit wanneer hij vertrouwen heeft in de toekomst. Onzekerheid gecreëerd door strijdlustige verklaringen van Trump en zijn Europese en Japanse opposenten, is niet bevorderlijk voor het vertrouwen van consumenten en producenten.

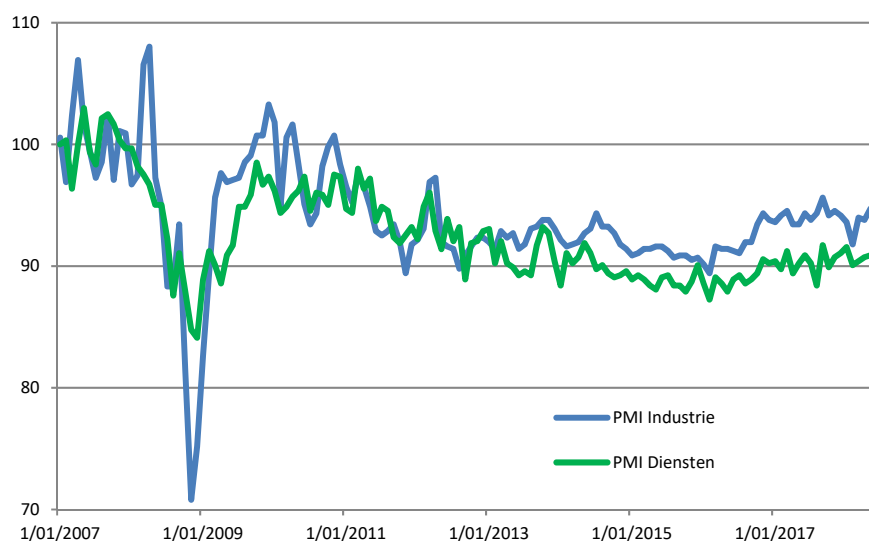
Bedrijvigheid in de Amerikaanse industrie- en dienstensector van 1 januari 2007 t.e.m. 30 juni 2018

De bedrijvigheid in de nijverheid- en dienstensectoren zoals gemeten door het Amerikaanse *Institute for Supply Management (ISM)* herneemt scherp na de implosie van eind 2008 - begin 2009 (zie de grafiek op de volgende pagina). Maar vanaf begin 2011 draait de wind. Vanaf dan evolueren beide indices zijdelings met bovendien een neerwaartse knik in het 2^{de} halfjaar 2015. Sindsdien is er verder duidelijk herstel opgetreden, waarbij beide indices zelfs de maxima van 2010-11 hebben overschreden. **Naar verwachting** - en met dank aan de fiscale stimuleringsmaatregelen van de regering Trump - **zal de bedrijvigheid in de Amerikaanse economie ook de komende kwartalen nog op een hoog niveau evolueren**. Niettemin dient voorbehoud te worden gemaakt in het licht van de oplaaiende handelsspanningen. Zo deze doorzetten, kan de bedrijvigheid in de Amerikaanse industriële en dienstensector er flink onder lijden. **Ook de toekomstige bedrijvigheid in Europa en in Japan ontwikkelt zich volgens consensus verder positief, mits uiteraard hetzelfde voorbehoud.**



Een ander beeld dan het Westen en Japan, geeft de Chinese economie. Zoals enkele belangrijke graadmeters aantonen (zie onderstaande grafiek), heeft de crisis van 2008-2009 ook hier diep gesneden eveneens gevolgd door een krachtig herstel. Maar opvallend is dat al vanaf 2010 de industriële productie en die van diensten neerwaarts zijn gericht. Slechts sinds begin 2017 is een schuchtere kentering merkbaar. Hoewel het Chinese BBP volgens o.m. het IMF op jaarbasis nog steeds met meer dan 6% groeit, blijkt dit niet meteen uit onderstaande indicatoren. De problemen waarmee China al jaren kampt (onder meer verhalen over spooksteden, het grote bedrag aan niet-invorderbare bankkredieten, of de massale grondstoffenvoorraden) zijn nog altijd prominent aanwezig. **De Chinese economie groeit nog altijd stevig (ongeveer 2,5 keer sterker dan de Amerikaanse of Europese), maar het groeiritme verzwakt al jaren. Slechts door het injecteren van almaar meer schulden, blijft het hoge groeiritme behouden².** Dat dit tot nog toe zonder veel kleerscheuren voor de economie kan gebeuren, is te danken aan de interne organisatie van de Chinese economische keuken. Alle belangrijke sectoren, inclusief de financiële, vallen onder de rechtstreekse controle van de Chinese communistische partij. Zij bepaalt wat kan en wat niet; een luxe die Westerse democratieën niet hebben.

Bedrijvigheid in de Chinese industrie- en dienstensector van 1 januari 2007 t.e.m. 30 juni 2018



² Kenschetsend in dit verband is de explosie van de Chinese schulden (overheden, bedrijven en gezinnen). Op 15 jaar tijd (2001-2016) zijn deze gestegen met een factor 15.

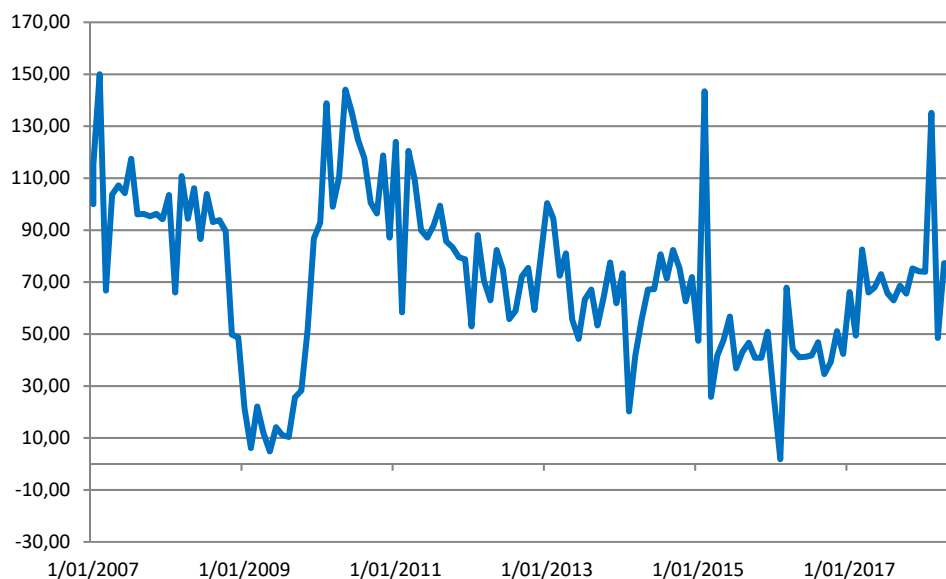
Tenslotte, twee indicatoren die informatie geven over de stand van de wereldhandel: de 'Baltic Dry Index' en de ontwikkeling van de Chinese uitvoer (die vooral op Europa en Noord-Amerika is gericht).

a) de 'Baltic Dry Index' van 1 januari 1999 t.e.m. 30 juni 2018



Deze index die de evolutie meet van de tarieven van bulktransport voor de 25 belangrijkste scheepvaartroutes wereldwijd - en daarom een objectieve indicator is van de economische activiteit - blijft al jaren aanmodderen rond de niveaus van 20 jaar geleden. **Van enig (krachtig) herstel is geen sprake.** Hoewel de globale economie flink groeit, toont de Baltic Dry Index aan dat er nog steeds teveel nieuwe schepen in de vaart komen opdat de vrachtprijzen trendmatig zouden stijgen. Dit is een vrij verrassende vaststelling, want bij een voorspelde groei voor 2018 van de wereldhandel met 3,9% (IMF), zou men verwachten dat het overaanbod aan scheepscapaciteit sneller wordt geabsorbeerd. Anderzijds, een escalerende handelsoorlog zal wegen op de groei van het scheepstransport.

b) de groei van de Chinese uitvoer van 1 januari 2007 t.e.m. 30 juni 2018



Na de zware dip ten gevolge van de wereldwijde crisis 2008-09, herstelt de Chinese export tot einde 2010 bijna tot voor-crisisniveau. Nadien komt er zand in de machine: een verzwakking die voortduurt tot begin 2016 treedt op. Vanaf 2017 zet een herstel in, dat tot vandaag aanhoudt (de scherpe pieken

begin 2015 en begin 2018 hebben statistische oorzaken). **Niettemin blijft de essentie dat de groei van de Chinese uitvoer al sinds begin 2007 afneemt**; vandaag evolueert de export rond een peil gelijk aan ca. 70% van dat begin 2007. Enerzijds weerspiegelt deze gang van zaken - vergeleken met de jaren voor de crisis 2008-09 - de zwakkere economische prestaties wereldwijd, maar aan de andere kant is hij ook een illustratie van het feit dat de centraal geleide Chinese economie zich structureel anders ontwikkelt. Nu ligt de nadruk meer op het stimuleren van de binnenlandse consumptie dan op het bevorderen van de export. Zonder deze shift zouden BBP groeicijfers van meer dan 6% per jaar onmogelijk zijn. Anderzijds houden deze cijfers nog geen rekening met de mogelijke gevolgen van de zich ontwikkelende handelsoorlog met de Verenigde Staten. Begin juli is het niet duidelijk hoe heet de soep tenslotte zal worden gegeten. Maar positieve gevolgen mag men hiervan niet verwachten.

De economische verwachtingen voor het tweede halfjaar ogen nog steeds goed, al is er sprake van enige afkoeling veroorzaakt onder meer door de langdurige groei (Verenigde Staten) en door problemen rond de internationale vrijhandel. Het kernprobleem is dat de economische groei vooral steunt op het maken van extra schulden; een werkwijze die door de grote centrale banken (ultralage tot negatieve rente, kwantitatieve versoepeling) sterk wordt gepromoot. Vandaag verteren wat morgen nog moet worden verdiend, is geen houdbaar economisch model. Zo de 2^{de} helft van dit jaar en begin 2019 wellicht nog groei zullen laten zien, is de consensusverwachting dat nadien een verzwakking op het programma staat. Het is hoogst onzeker hoe de centrale banken hierop zullen reageren. Intussen is het duidelijk dat het beheren en beheersen van de almaar oplopende schuldgraad een noodzakelijke voorwaarde is om de fundamenteën van ons economisch bestel te vrijwaren. Pijnloos zal dit niet zijn. Ofwel kennen we op termijn een activadeflatie inclusief schuldherschikkingen en -kwijtscheldingen, ofwel een structureel hogere inflatie. Beide ontwikkelingen zijn negatief voor de belegger. Gelukkig zijn ze nog niet voor meteen.

DEEL II - Beleggen in het 2^{de} halfjaar 2018

II.1. Geldmarktbeleggingen

De geldmarkt wordt gestuurd door de korte rente, die door de centrale banken wordt vastgelegd. Omdat volgens o.m. de ECB en de BoJ de economie nog altijd moet worden gestut en - vooral - de financiering van de overheden moet worden vergemakkelijkt, bestaat er niet de minste twijfel over dat de centrale banken van de grote monetaire blokken (eurozone, Japan en de Verenigde Staten) hun korte tarief de komende kwartalen niet (ECB, BoJ) of slechts marginaal (Fed) zullen verhogen. Het basistarief op korte termijn in alle grote monetaire zones noteert op historische dieptepunten; de ECB en de BoJ hanteren zelfs een negatieve depositorente. Als gevolg hiervan overtreffen de nochtans beperkte prijsstijgingen de opbrengst van geldmarktbeleggingen. **Dit betekent dat beleggers die kiezen voor spaarboekjes, termijnrekeningen, tak 21 polissen, kasbons... in koopkrachttermen verlies lijden.** Daarom is het argument dat deze beleggingsvormen het ingelegde kapitaal beschermen, een gevaarlijke stelling. Zo op termijn de inflatie oploopt, zal de koopkrachtwaarde van deze financiële instrumenten snel achteruit gaan. **Er zijn m.a.w. geen rationele argumenten te vinden om vandaag voor langere tijd in geldmarktbeleggingen te stappen: de rente is ultra laag en zal laag blijven, terwijl de huidige inflatiepercentages nu al leiden tot een negatief reëel rendement. Bovendien is het maar de vraag wat de overheidswaARBorg tot 100.000 EUR per persoon en per instelling waard is, mochten enkele grote bankdominostenen omvallen.**

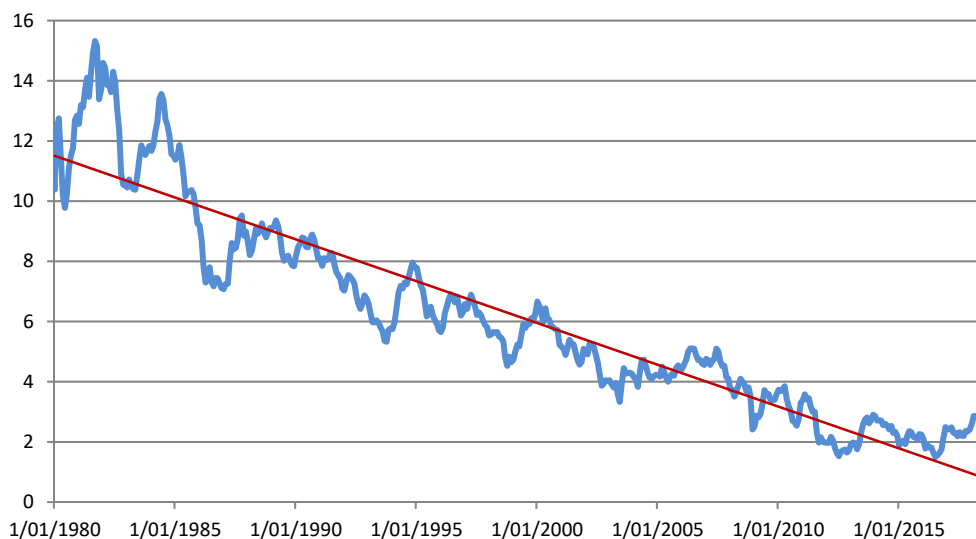
Beleggen voor de lange termijn op de geldmarkt in EUR, JPY of USD (spaarboekjes, termijnrekeningen, kasbons, tak 21 polissen...) staat gelijk met het zich overleveren aan de krachten van oeverloze geldcreatie, overheidsmanipulatie en oplopende inflatie. Afblijven!

II.2. Obligaties

In een wereldeconomie die almaar meer afhankelijk is van kredietverlening en waar de globale schuldgraad stratosferische hoogten bereikt, is het sentiment op de obligatiemarkten cruciaal. Vandaag is het optimisme ook van obligatiebeleggers nog steeds bijzonder groot. Hoe anders kun je verklaren dat er meer dan 8.000 miljard EUR obligaties noteren met een negatief rendement op eindvervaldag (bron: Wereldbank)?³ Maar dit positivisme is niet in steen gebeiteld. Indien de wereldwijde groei in de loop van dit en volgend jaar inderdaad afneemt (zie Deel I), riskeert de appetijt voor meer risicovolle obligaties te verminderen met als gevolg oplopende rentevoeten. Gelet op de nu reeds ultralage beleidsrentes en de politiek van kwantitatieve versoepeling in onder meer de eurozone, Japan, China, Zweden en Zwitserland, is het een grote vraag welke monetaire middelen de grote centrale banken dan gaan inzetten om het tij te keren. **Daarom - en zoals we verder uitleggen - zijn obligaties van de beste kwaliteit tot rommel meer dan ooit te mijden.**

Er bestaan allerlei soorten obligaties. Eerst staan we stil bij die van de beste kwaliteit uitgegeven door landen als Duitsland en de Verenigde Staten. Zoals is af te lezen van onderstaande grafiek die de rente sinds 1980 weergeeft op Amerikaanse overheidsobligaties met een resterende looptijd van 10 jaar, noteert deze rente nog altijd zeer laag.

De rente (in percent) op Amerikaanse overheidsobligaties met een resterende looptijd van 10 jaar van 1 januari 1980 tot 30 juni 2018



De laatste waarneming op deze grafiek (2,91%) dateert van 30 juni 2018. Deze rente is weliswaar hoger dan het historische laagterecord van 2 mei 2013 (1,63%)⁴, maar de toegevoegde trendlijn geeft aan dat de Amerikaanse rente op lange termijn nog steeds een dalend kanaal volgt. Sinds de top van 15,79% op 30 september 1981, is het rendement op Amerikaanse *treasuries* (schatkistcertificaten) met een resterende looptijd van 10 jaar met 81,5% gekelderd. De neerwaartse trend die meer dan 35 jaar geleden inzette, lijkt - ondanks soms hevige opwaartse correcties - nog steeds door te zetten, al is met wat goede wil sinds midden 2016 sprake van uitbodeming. **Een correcte vergoeding voor Amerikaanse *treasuries* op 10 jaar zou ongeveer het dubbele van vandaag moeten bedragen.** Immers, de lange

³ Sommige institutionele beleggers zoals verzekeringsmaatschappijen zijn in veel landen wettelijk verplicht een percentage van hun activa in overheidsobligaties te beleggen. Dit is een vorm van georganiseerde financiële 'harakiri'; ze hebben namelijk de renteopbrengst nodig om aan hun lange termijn verplichtingen te kunnen voldoen. M.a.w. dit is het structureel inbouwen van toekomstig financieel onheil.

⁴ De rente van 1,63% is de allerlaagste sinds het begin van de waarnemingen aanvang 19^{de} eeuw.

rente weerspiegelt de inflatieverwachtingen verhoogd met een reële rentevergoeding. De vaststelling dat dit niet zo is, is als een wild knipperend gevaarlicht.

Gegeven de grote waarschijnlijkheid, laat staan zekerheid, dat het prijzenpeil binnen 10 jaar zowat overall in de wereld beduidend hoger zal liggen dan vandaag, is beleggen in obligaties van de beste kwaliteit met een lange resterende looptijd niet aangewezen. Immers, de rentevergoeding dekt nauwelijks (Verenigde Staten) of helemaal niet (eurozone) de geldafwaardering. Dit komt scherp tot uiting in de renteontwikkeling van Duits overheidspapier (*Bunds*) op lange termijn (vijf jaar en meer).

Rente-evolutie van *Bunds* met een resterende looptijd van 7 jaar (van 1 januari 2000 tot 30 juni 2018).



Bunds met een resterende looptijd van zeven jaar noteren sinds einde 2015 vaak rond nul procent rendement of tegen een negatief percentage. M.a.w. beleggers betalen de Duitse overheid om in dergelijke stukken te 'mogen' beleggen. Zoals hoger aangestipt, is dit geen typisch Duits fenomeen. Vanuit economisch standpunt is dit je reinste onzin, veroorzaakt door de ECB politiek van het opkopen van EUR overheidsobligaties waarbij het maandelijks bedrag van actueel 30 miljard EUR⁵ over de verschillende EUR lidstaten pro rata moet worden verdeeld. Omdat enerzijds de ECB obligaties opkoopt die een negatief rendement dragen van maximum 0,40% tot eindvervaldag en anderzijds het aanbod van zulke stukken beperkt is o.a. als gevolg van het feit dat de noordelijke eurolanden minder nieuwe obligaties uitgeven dan dat de ECB er opkoopt, kunnen dergelijke aberrante rendementen tot stand komen. **De kernvraag is wat er gebeurt wanneer deze opkoopprogramma's worden beëindigd.** Hoewel sommigen ervan uitgaan dat dit nooit zal gebeuren, pleiten vooral Duitse economen voor een terugkeer naar een meer orthodox monetair beleid. Bovendien, in het licht van de hogere economische groei in de eurozone, is het handhaven van een ultrasoepel monetair beleid hoe dan ook niet wenselijk. Daarom is het waarschijnlijk - op voorwaarde dat er geen grote economische ongelukken gebeuren, type een uit de hand lopende handelsoorlog - dat rentestijgingen voor de deur staan, zelfs indien de ECB er alles zal aan doen om die zo beperkt mogelijk te houden. Vooral de langere looptijden zullen hiervan de negatieve weerslag ondervinden. In dit kader hoeft eraan te worden herinnerd dat de koersgevoeligheid van obligaties toeneemt met hun '*duration*'⁶. Als de rente op langlopende obligaties stijgt, kunnen de koersverliezen aanzienlijk zijn.

⁵ Vanaf 1 oktober 15 miljard EUR om in principe op 31 december van dit jaar te eindigen.

⁶ '*Duration*' is de koersgevoeligheid van een obligatie voor veranderingen in de rentestand. Hoe langer de '*duration*', hoe meer de koers van een obligatie zal wijzigen indien de rente stijgt of daalt. Als vuistregel geldt dat een stijging of daling van de rente met 1% de koers van een langlopende obligatie beïnvloedt met 1% x de '*duration*'.

Beleggen in overheidspapier met zeer goede tot de beste ratings - of het nu Amerikaans, Duits, Noors, Singaporees, Zweeds, of Zwitsers is - dient zich te beperken tot resterende looptijden van maximum drie jaar. Deze obligaties kennen een zeer laag tot negatief rendement (!), maar beschermen dankzij hun korte 'duration' desondanks tegen mogelijk nog veel grotere kapitaalverliezen op andere beleggingen.

Overheidsobligaties van mindere kwaliteit zijn de speelbal aan de ene kant van vooral Europese overheden die hun financiën op orde proberen te krijgen, en aan de andere kant van de financiële markten die vrezen dat dit herstel niet voor morgen is (zie Italië). Niettemin is als gevolg van de acties van de ECB het renteverskil tussen de Noordelijke en Zuidelijke eurolanden sterk afgenomen. Gelet op de hogere risico's die ze vertegenwoordigen, is hun rentevergoeding veel te laag. **Landen met minder verzichte overheidsfinanciën en die op de koop toe groeien** (Australië, Canada, Nieuw-Zeeland...) **verdienen daarom de voorkeur.** Weliswaar is dan sprake van een valutarisico, maar dit risico wordt minstens voor een deel goedgemaakt door de hogere rente die deze landen op hun schuld betalen.

De analyse op het vlak van de overheidsschuld geldt mutatis mutandis voor bedrijfsobligaties. Ook hier zal een belegger op de eerste plaats kijken naar de totale schuld van een bedrijf en naar de spreiding ervan in de tijd. Daarnaast is er de winstgevendheid van de emittent en de vraag of het bedrijf in kwestie die winstgevendheid zal kunnen handhaven, laat staan verbeteren. Het relatieve gemak waarmee de financiële parameters van een onderneming genoteerd op een belangrijke beurs kunnen worden onderzocht en prognoses gemaakt voor de toekomst, leidt tot het besluit dat **beleggen in kwaliteitsvolle overheidsobligaties in sommige gevallen risicovoller is, dan beleggen in kwaliteitsvolle bedrijfsobligaties.** Ook heel wat institutionele beleggers komen tot die vaststelling: het gewicht van bedrijfsobligaties in institutionele portefeuilles loopt vaak op in het nadeel van dat van soevereine emissies. Echter, in een wereld waarin de economische vooruitzichten op langere termijn niet anders kunnen dan rekening te houden met de mogelijkheid van oplopende inflatie, zijn langere looptijden ook hier uit den boze. Een maximale resterende looptijd van drie jaar voor bedrijfsobligaties van goede tot uitstekende kwaliteit, is daarom aangewezen. **Soevereine en bedrijfsobligaties van mindere kwaliteit - zelfs met looptijden korter dan drie jaar - zijn te mijden wegens extreem duur, gegeven de lage rentevergoeding voor het hoge debiteurenrisico.** In dit verband kan worden gewezen op de tendens die vooral in de Verenigde Staten de kop opsteekt om obligaties uit te geven waarvan de standaarden ondermaats zijn (zogenaamde 'Covenant Lite' obligaties). **Deze duidelijk lagere kredietstandaarden die in het eerste halfjaar golden voor bijna 80% van alle Amerikaanse obligatie-uitgiften, zijn een sterk signaal van oververhitting van de kredietmarkten.**

Hoewel economiehandboeken stellen dat kwaliteitsvolle obligaties de volatiliteit van een beleggingsportefeuille drukken, moet rekening worden gehouden met de huidige, bijzondere macro-economische omgeving. Vandaag noteren deze stukken veel te duur. De kans dat ze crashen verhoogt naarmate extra programma's van monetaire versoepeling worden geïmplementeerd en dus de waarschijnlijkheid van op termijn stijgende prijzen toeneemt⁷. **Vandaag beleggen in overheids- of bedrijfsobligaties van de beste kwaliteit met een lange resterende looptijd, beantwoordt daarom niet langer aan de logica van het verminderen van het risico in een portefeuille. Integendeel, deze stukken vertegenwoordigen een potentieel hoog risico omdat hun koers ineen zal stuiken zo de rente op lange termijn sterk stijgt⁸.**

⁷ Tot op zekere hoogte zijn inflatie gelinkte obligaties een uitzondering; immers, ze beschermen tegen oplopende prijzen. Inflatie gelinkte soevereine obligaties vertegenwoordigen echter ook overheidsschuld. In de mate dat deze uit de hand loopt, zijn ze daarom evenmin goede beleggingen.

⁸ Uiteraard kan men dergelijke obligaties tot op hun eindvervaldag bijhouden. Echter, in dat geval, krijgt men in al de jaren tot de eindvervaldag een rentevergoeding die lager is dan de marktrente.

De vooruitzichten voor wat betreft de rendementen van obligatiebeleggingen voor het tweede halfjaar 2018, ogen niet gunstig. Zowel de als veilig veronderstelde Amerikaanse en Duitse havens als meer avontuurlijke obligatie-uitgiften, noteren extreem duur: hun rendement weerspiegelt veel te weinig hun op termijn hoge (rente)risico. Slechts kortlopende obligaties (met een resterende looptijd van maximum drie jaar) uitgegeven door kwaliteitsvolle emittenten, zijn vanuit een uitgesproken defensief oogpunt aanvaardbaar. Aan de andere kant weet niemand hoever de grote centrale banken de kwantitatieve versoepeling gaan drijven, mocht de economische groei beduidend verzwakken. Het is niet omdat de Fed ze vandaag voorzichtig terugdraait, dat dit ook binnen bv. een of twee jaar nog haar intentie is.

II.3. Aandelen

Naast de geldmarkt en vastrentende beleggingen (obligaties), vormen aandelen de derde belangrijke grote activaklasse. **Traditioneel worden aandelenbeleggingen geassocieerd met het nemen van een hoger risico en dus het realiseren van een hoger rendement op lange termijn** (zo niet, zou je er natuurlijk niet in beleggen). **De huidige omstandigheden op de financiële markten doen echter afbreuk aan die invalshoek.** Zoals hoger uitgelegd, is de toekomstige opbrengst van geldmarkt- en obligatiebeleggingen functie van beslissingen wat betreft de monetaire politiek, van ongebreidelde geldcreatie en van het vastpinnen van de lange rente op artificieel lage niveaus. Aandelenbeleggingen staan haaks op dit nieuwe financieel-economische kader. Immers, en in tegenstelling tot die van vastrentende beleggingen, kan de waardering van aandelen niet eenvoudig door de overheid worden gemanipuleerd⁹. Toch wordt de verwachte opbrengst van een aandelenbelegging nog steeds vergeleken met die van een belegging op de geldmarkt of in obligaties. **Zo de verwachte gemanipuleerde rendementen op vastrentende beleggingen (geldmarkt, obligaties) ultralaag tot zelfs negatief zijn, mag het niet verbazen dat meer risicovolle beleggingen als aandelen - die op de koop toe soms een vrij hoog dividend betalen - populair zijn.** De monetaire politiek van de grote centrale banken drijft beleggers (soms tegen hun aard in) tot het nemen van meer risico met als gevolg blootstelling aan potentieel hoge verliezen.

Maar zijn aandelen vandaag duur of juist goedkoop? Volgende factoren beïnvloeden de prijsvorming van een beursgenoteerd aandeel.

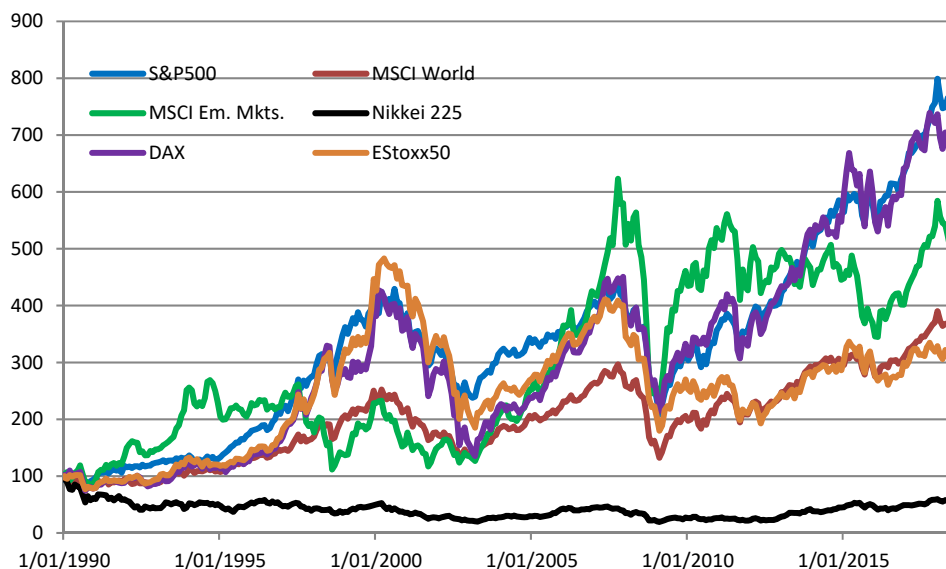
- De historische winstontwikkeling en de winstverwachtingen.
- Het actuele en toekomstige dividendrendement.
- De koers/winstverhouding (K/W - P/E) en de voortschrijdende K/W verhouding gecorrigeerd voor inflatie (de Shiller K/W verhouding). Een K/W tussen 12 en 15 wordt beschouwd als een normale waardering, d.w.z. de beurs is noch duur, noch goedkoop.
- De PEG-ratio (P/E to Growth ratio) is gelijk aan de K/W gedeeld door de verwachte groei (over een of meerdere jaren). Een PEG van minder dan 0,5 betekent dat een aandeel goedkoop noteert.
- Het niveau van de rente op korte en lange termijn. Hoe lager de rente, hoe 'concurrentiëler' aandelen zijn t.o.v. vastrentende effecten.
- De macro-economische omgeving en verwachtingen (groei van het BBP, inflatie, vertrouwen van consumenten en producenten, beleid van de centrale banken...).
- De micro-economische verwachtingen: In welke sector is het bedrijf actief? Dreigt ontwrichting (*disruption*)? Hoe positioneert het bedrijf zich tegenover de concurrentie? Zijn liquiditeit en solvabiliteit oké? Hoe evolueren de winsten?
- Het marktsentiment (de emotie van de belegger).

⁹ Al doet o.m. de Japanse centrale bank 'loffelijke' pogingen in die richting door het opkopen van op de beurs genoteerde aandelen, o.v.v. ETF's.

- Geopolitieke gebeurtenissen en rampen zoals bv. actueel de oplopende handelsspanningen.

Wanneer de optelsom wordt gemaakt van de hierboven vermelde parameters, blijkt dat aandelen vandaag vooral in de Verenigde Staten duurder dan gemiddeld noteren o.m. op basis van hun prospectieve K/W verhouding en PEG-ratio (de Dow Jones Industrials rekent voor 2018 met een K/W verhouding van 18,5). In relatie tot de extreem lage rente op korte en lange termijn, verandert dit. **Sommige kwaliteitsaandelen met stabiele tot groeiende winsten, keren een dividend uit dat beduidend hoger is dan de rente op lange termijn die kwaliteitsvolle overheidsobligaties betalen.** Relatief gesproken zijn aandelen daarom nog niet (te) duur, maar we herinneren eraan dat dit het gevolg is van de ongebreidelde geldcreatie. Naargelang hierin verandering komt, geldt dit argument in afnemende mate.

Kijken we sinds begin 1990 (= niveau 100) naar de historische koersontwikkeling van een aantal bekende beursindices, dan blijken vooral de DAX en de S&P500 einde juni 2018 op recordkoersen te noteren¹⁰. De andere indices kennen sinds 2015 weliswaar een stijgende trend, maar met uitzondering van de MSCI World zijn historische topkoersen ver weg. De Japanse beurs vertoont sinds begin 1990 een dalend verloop; deze beurs noteert einde juni 2018 op nog geen 60% van haar niveau van straks dertig jaar geleden.



Het hoge koersniveau van veel beurzen vindt op de eerste plaats zijn verklaring enerzijds in de sinds meer dan tien jaar quasi constant stijgende bedrijfswinsten, terwijl anderzijds de concurrentie van vastrentende producten is weggefallen: de centrale banken drukken de rente ultralaag tot negatief, zodat iemand die op zoek is naar een jaarlijks inkomen niet anders kan dan in (dividend) aandelen te beleggen.

Sinds maart 2009 zijn de beurskoersen in harmonie met de bedrijfswinsten sterk gestegen, maar ze lopen nog niet (te) ver uit de pas (zie hoger). Maar dit betreft het algemene marktbeeld. Daarentegen zijn in bepaalde sectoren duidelijk tekenen van overdrijving merkbaar. Dit betreft op de eerste plaats de Nasdaq in de Verenigde Staten en meer in het bijzonder de technologiewaarden. Als de Nasdaq vandaag tegen een K/W verhouding van 26,3 noteert, dan halen 'beurslievelingen' als Amazon en Netflix een K/W cijfer van resp. 270,9 en 262,2. Nu groeien deze bedrijven sterk zowel qua omzet als

¹⁰ Hierbij mag men niet uit het oog verliezen dat de DAX een *total return* index is (d.w.z. een index die de uitgekeerde dividenden kapitaliseert), terwijl dit voor de S&P500 niet het geval is. Zonder kapitalisatie van dividenden, zou de DAX een stuk lager noteren.

qua winst, maar hun beurskoers stijgt nog sneller (een jaar geleden bedroeg hun K/W resp. 186,6 en 207,2). **Indien om gelijk welke reden hun verwachte (winst)expansie zich niet zou realiseren, staan deze aandelen voor zware correcties.** Dit betreft namen van grote bedrijven met een stevig businessmodel. Maar wat te denken van IPO's (eerste beursnoteringen) van obscure bedrijven met onduidelijke plannen? Een voorbeeld hiervan is Huya, een Chinees bedrijf dat sinds 11 mei II. op Nasdaq noteert. Actief in het streamen van elektronische spellen, kwam het naar de beurs tegen 12 USD. Op 30 juni noteerde het 32,9 USD, hetzij bijna drie keer duurder; de verwachte K/W verhouding voor volgend jaar (wanneer de winst zou 'ontploffen') is 100,2. Ook Europa kent dergelijke verhalen. Adyen, een Nederlands bedrijf met 719 werknemers genoteerd op de AEX en dat wereldwijd betaaloplossingen aanbiedt, ging op 13 juni publiek tegen een prijs van 240 EUR. Einde juni noteerde het 471,75 EUR of bijna dubbel zo duur. De prospectieve K/W verhouding voor dit jaar is een forse 146,5. Dit paar voorbeelden tussen zoveel andere toont aan dat er bij beleggers een blijvend groot vertrouwen heerst in een quasi parabolische stijging van dergelijke aandelen. Van zodra iets zich 'hightech' noemt, is het alsof iedere ratio bij de gemiddelde (kleine) belegger verdwijnt. **Dit gedrag kon ook worden vastgesteld in de maanden voor de ineenstorting van de beurs in het eerste kwartaal van 2000 en in de laatste helft van 2007.**

Niettemin, zo we naar de brede markt kijken en voor zover we van 'zwarte zwanen'¹¹ verlost blijven, zullen de bedrijfswinsten de komende kwartalen gemiddeld blijven stijgen. Tegenwind zal komen van de handelsspanningen tussen de Verenigde Staten en de rest van de wereld en door politieke onzekerheden allerlei (Brexit, Italië, Noord-Korea...). Tenslotte is het onduidelijk hoe de monetaire politiek van de grote centrale banken zich zal ontwikkelen, mocht de economie wereldwijd stoom afdelen. **Per saldo zegt de consensus dat de beurzen tegen einde 2018 nog wat kunnen aantrekken, maar dat een sterke stijging niet in de kaarten ligt.** Maar de weg naar hogere koersen einde 2018 ligt bezaaid met tijdelijke terugvallen en een hogere volatiliteit. Bijgevolg is het essentieel dat aandelenbeleggingen worden afgedekt. Dit kan op verschillende manieren gebeuren, maar **het toepassen van een automatisch ingrijpende stop loss techniek heeft bewezen op termijn de beste resultaten te geven.**

De bewegingen op de aandelenmarkten zullen de komende kwartalen worden bepaald door het samenspel tussen de acties van de grote centrale banken en het beleggerssentiment met op de achtergrond de nog steeds goed presterende economie. Ondanks belangrijke Amerikaanse fiscale en budgettaire stimuli (zie hoger), lijkt het erop dat de wereldeconomie verlengingen speelt. Ja, de economie presteert nog prima. Maar het groeitempo neemt af en allerlei onderliggende spanningen lopen op. De onzekerheid over een escalerende handelsoorlog is alomtegenwoordig, wat resulteert in soms scherp oplopende volatiliteit. Dit in combinatie met de historische hoge stand van veel beursindices, vraagt om een voorzichtige aanpak, zoals bv. het gebruik van een stop loss techniek. Bovendien kan het individuele aandelenrisico gemakkelijk worden beperkt door slechts te beleggen via fondsen. Qua sectoren, zijn biotechnologie, fintech en IT te duur geworden: hun koersen verrekenen irrealistisch hoge winstverwachtingen.

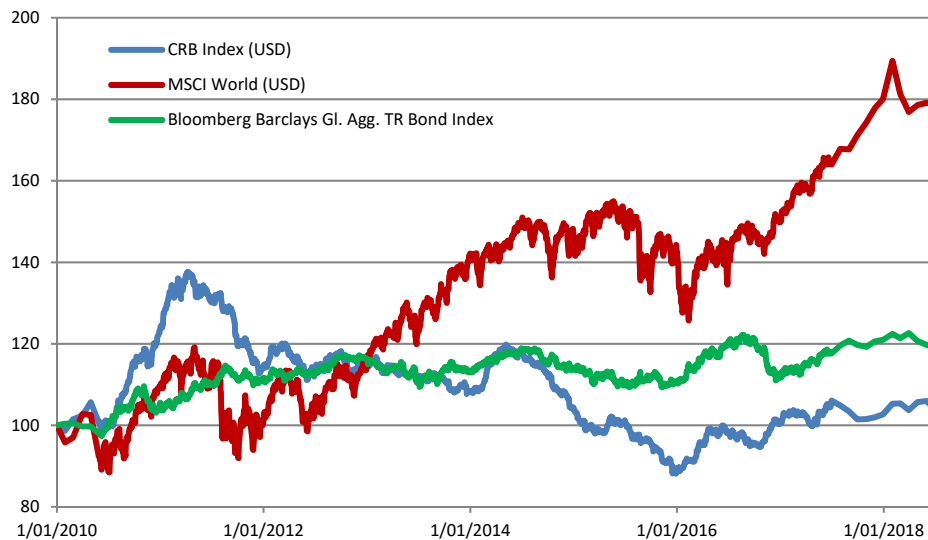
II.4. Grondstoffen

Sinds de crisis van 2008-2009 is de prijsontwikkeling van grondstoffen duidelijk achtergebleven bij die van aandelen en obligaties. Debet hieraan zijn op de eerste plaats energiedragers zoals ruwe olie (ondanks het herstel sinds het begin van dit jaar) en steenkool. Maar ook industriële metalen zoals koper, tin en zink hebben het laten afweten. Dit blijkt uit onderstaande grafiek die de FTSE CRB grondstoffenindex (USD) vergelijkt met de MSCI World Index USD (aandelen) en de Bloomberg Barclays

¹¹ Een 'zwarte zwaan' verwijst naar een catastrofale gebeurtenis van welkdanige aard ook die op geen enkele manier kan worden ingecalculleerd bij het opstellen van economisch-financiële vooruitzichten.

USD Global Aggregate Bond Index (overheidsobligaties en bedrijfsobligaties wereldwijd van *investment grade* rating).

Aandelen, obligaties en grondstoffen met elkaar vergeleken van 1 januari 2010 t.e.m. 30 juni 2018

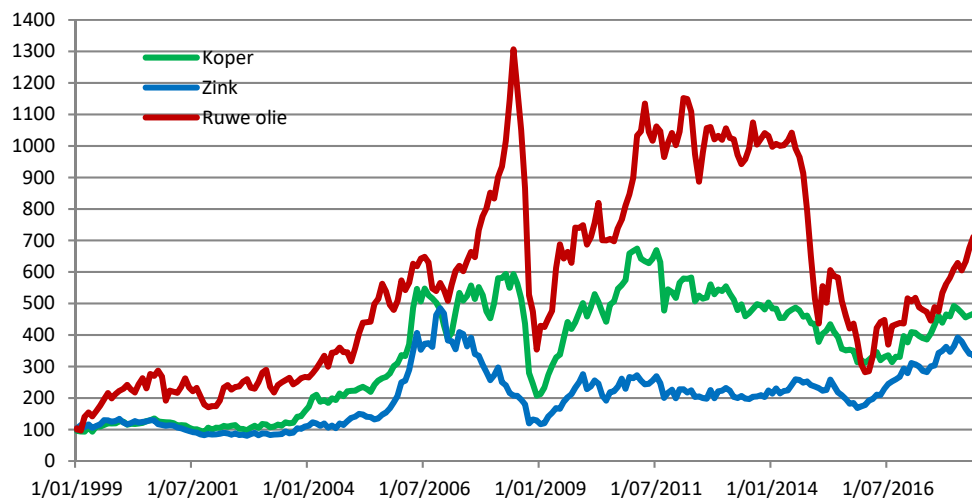


Hoewel de wereldeconomie in de loop van 2010 begon te herstellen van de gevolgen van de diepe recessie 2008-09, blijkt dit niet uit de evolutie van de grondstoffenindex. Eerst is er weliswaar tot zowat midden 2011 een stevige opstoot, maar nadien blijft de index neerwaarts gericht tot begin 2016. Sindsdien gaat het weer moeizaam hogerop, maar deze index staat nauwelijks hoger dan begin 2010. Vergeleken met de toppen van maart 2011, noteert hij einde juni 2018 nog steeds zowat een derde lager. M.a.w. grondstoffen als grote activaklasse hebben het aangehouden herstel van de wereldeconomie - in tegenstelling tot aandelen - niet gevolgd.

De CRB grondstoffenindex is een brede index die zowel landbouwproducten, industriële metalen, energiedragers en edelmetalen omvat. Indien wordt ingezoomd op de industriële grondstoffen krijgt men een scherper beeld van de economische activiteit. Metalen als ijzererts, zink of koper kennen een prijsverloop dat ruim positief gecorreleerd is met de groei van de wereldeconomie, waarbij een land als China dat ongeveer 40% van de industriële metalen afneemt, een bepalende factor is. De grafiek op de volgende bladzijde vergelijkt de prijs van enkele harde grondstoffen (spotprijzen in USD).

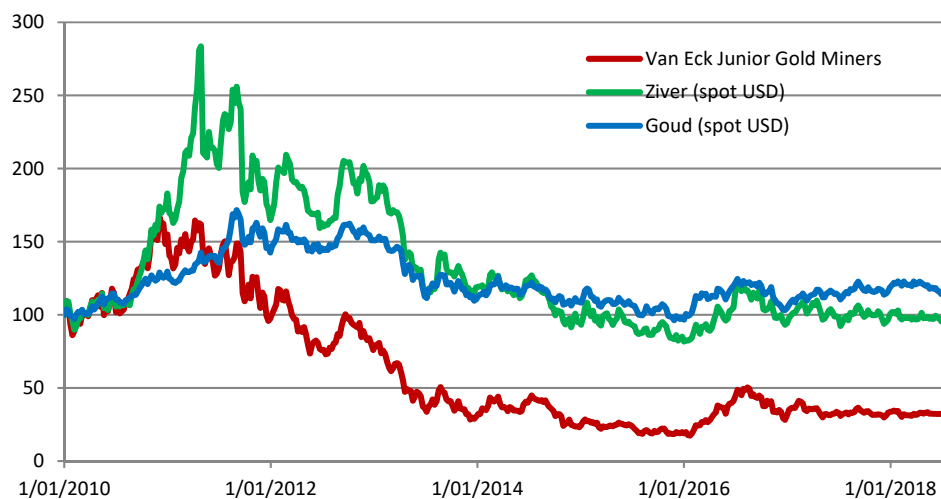
Blijkt dat de prijsevolutie sinds begin 1999 van koper, ruwe olie en zink het zwakke prijsverloop van de brede CRB grondstoffenindex vanaf begin 2011 bevestigt: de prijzen zijn sinds midden 2014 tot begin 2016 scherp gedaald. Nadien is weliswaar een herstel opgetreden waarvan vooral ruwe olie heeft genoten. Koper en zink hebben sinds begin 2018 echter opnieuw aangeknoopt met een negatieve trend. Dat deze drie grondstoffen die bij een sterke economische groei normaliter hard zouden moeten stijgen niet hoger noteren, is geen gunstig teken. **Wellicht vertolken ze de zenuwachtigheid van de marktparticipanten rond de gevolgen van een mogelijke escalerend wereldwijd handelsconflict.** Was er sprake van een krachtig, wereldwijd economisch herstel, dan zou de prijs van bv. koper vandaag veel hoger noteren dan de prijsstijging die zich sinds einde 2016 heeft afgetekend. **Op lange termijn (5 jaar en meer) staan de verdere groei van de wereldbevolking gekoppeld aan de stijgende welvaart in theorie garant voor oplopende grondstoffenprijzen. Maar er zijn ook tegengestelde krachten aan het werk.** Zo ondervindt de prijs van ruwe olie de druk van het extra aanbod gecreëerd door de winning op grote schaal van olie uit leisteen, terwijl de groei van het verbruik van een reeks industriële metalen afneemt als gevolg van de introductie van nieuwe productietechnieken en de grotere nadruk op milieuvriendelijke alternatieven.

De prijsevolutie van koper, ruwe olie en zink van 1 januari 1999 t.e.m. 30 juni 2018



Binnenin de grote activaklasse van de grondstoffen, stonden edelmetalen (met op kop goud en zilver) van midden 2009 tot begin 2011 in het brandpunt van de belangstelling. Toen bestond de vrees dat een al grote geldcreatie snel zou uitmonden in oplopende inflatie. Vanaf 2012 bleek dat echter niet zo te zijn onder meer omdat de omloopsnelheid van het geld sterk terugliep waardoor het extra gecreëerde geld minder werd gebruikt. Het gevolg was een beduidende terugval van de prijzen van edelmetalen. Die negatieve beweging duurde tot einde 2015, waarna een voorzichtige trendommekeer volgde die recent echter opnieuw werd afgebroken. Volgende grafiek (inclusief een tracker die de koersevolutie van junior goudmijnaandelen weergeeft) laat de koersontwikkeling van goud en zilver zien.

De prijsevolutie van goud, zilver en van een goudmijntracker van 1 januari 2010 t.e.m. 30 juni 2018



Na de pieken van begin 2011 en de lange daling nadien, leek het erop of fysiek goud en zilver begin 2016 terug de weg terug naar boven hadden gevonden. Dit blijkt echter niet het geval te zijn: sinds begin 2018 treedt een constante afbrokkeling op. Speculatieve goudmijnen (*junior gold mines*) schaduwen sinds begin 2016 het prijsverloop van fysiek goud en zilver. Vergeleken met hun topniveaus van begin 2011, noteren ze nog op ongeveer 20% van die waarde. Er zijn nauwelijks deelsectoren te vinden die over dezelfde periode slechter hebben gepresteerd.

De vraag is wat te verwachten van het toekomstige rendement van deze beleggingen. Een eerste overweging betreft de kostprijs van het delven, het raffineren en tenslotte het verkopen van goud en zilver. Tegen de huidige marktprijzen zijn veel mijnen vandaag verlieslatend. **Dit is geen goed nieuws voor de aandeelhouders van deze bedrijven, omdat dan regelmatig kapitaalverhogingen op het programma staan.** M.a.w. een zorgvuldige analyse dringt zich op vooraleer in gelijk welk goudmijnaandeel te beleggen. Anderzijds staat deze ontwikkeling er borg voor, dat het aanbod van fysiek goud en zilver vermindert (zo de prijzen niet stijgen, wordt bestaande capaciteit afgebouwd en/of worden minder nieuwe mijnen in productie genomen). Dit ondersteunt de prijzen. Een tweede overweging heeft te maken met de toename van de monetaire massa o.a. in de eurozone, Japan en de Verenigde Staten. Sinds 2007 stijgt de geldmassa heel wat sneller dan de groei van het BBP. Dit heeft als gevolg dat de output van goederen en diensten wordt gedragen door een almaar omvangrijkere voorraad monetaire middelen. Dit leidt geheid tot inflatie, ware het niet dat de stijging van de geldhoeveelheid tot nog toe wordt geneutraliseerd door een daling van de omloopsnelheid van het geld (het aantal keer op een jaar dan 1 euro of dollar van eigenaar verwisselt). **Het is echter in het verleden nog nooit gebeurd dat het sterk verhogen van de monetaire massa op termijn niet heeft geleid tot sterk oplopende inflatie.** Fysiek goud en zilver bieden hiertegen bescherming, al valt niet te voorspellen wanneer het proces van geldontwaarding zal versnellen en de prijzen van edelmetalen hierdoor (sterk) zullen stijgen. Tenslotte is er het gegeven dat diverse centrale banken goud bijkopen ter diversificatie van hun reserves. Ze gaan er klaarblijkelijk vanuit dat de rol van goud als reserveactief niet is uitgespeeld.

Hoewel de prijstrend van edelmetalen de komende kwartalen onduidelijk is (naarmate de Fed de korte rente verder optrekt, zullen ze naar alle waarschijnlijkheid verder inleveren), zullen goud en zilver op lange termijn flink hoger noteren. Hoe lang we hierop moeten wachten, is koffiedik kijken.

Ondanks enig herstel sinds begin 2016, zitten de grondstoffenprijzen nog altijd in een LT dalende trend. Het aanbod overtreft vaak de vraag met als gevolg neerwaartse prijsdruk. Opstoten ten gevolge van specifieke evenementen (slechte oogsten, politieke onzekerheid) resulteren tot nog toe niet in het verlaten van deze LT negatieve trend. Wat de edelmetalen betreft, hebben goud en zilver vanuit een LT perspectief een plaats in iedere portefeuille¹². Ze zorgen voor diversificatie en daardoor voor een lagere risicograad. Een spectaculaire hausse de komende kwartalen verwachten we echter niet.

II. 5. Vastgoed¹³

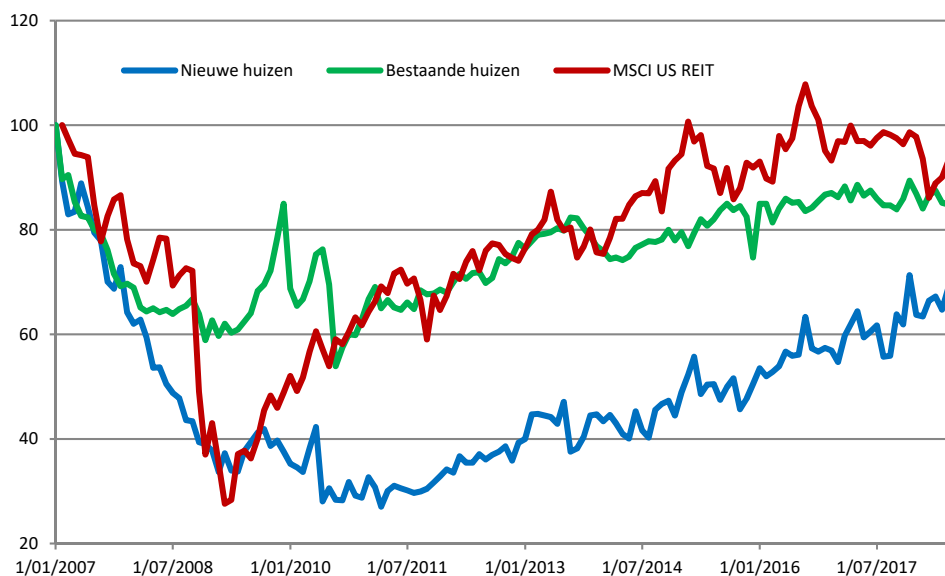
Beleggen in roerend vastgoed gebeurt meestal met een dubbel oogmerk: aan de ene kant het innen van een aantrekkelijk jaarlijks inkomen (dividend) en anderzijds, het op termijn realiseren van meerwaarden. Wat de eerste doelstelling betreft wordt gemikt op een hoog - bij voorkeur geïndexeerd inkomen - bv. uit de verhuur van kantoren, shoppingcenters of opslagruimten. Meerwaarden komen tot stand op het ogenblik dat voornoemde objecten boekhoudkundig worden opgewaardeerd of met winst worden verkocht. **Het voorgaande betekent dat de macro-economische toestand en vooruitzichten bepalend zijn voor de gezondheid van de geëffectiseerde vastgoedsector.** Is bv. de kantorenleegstand hoog of loopt de omzet van de supermarkten terug, dan staat het jaarlijks huurinkomen onder druk en kunnen maar moeilijk interessante meerwaarden worden gerealiseerd.

¹² Hier worden uitsluitend fysiek goud en zilver bedoeld. Zoals de grafiek van de Van Eck Junior Gold Miners aan toont, is beleggen in goudmijnaandelen veel risicovoller. Kiest men toch voor deze speculatieve aandelen, dan dringt een belegging via een ETF of een actief beheerd fonds zich op.

¹³ In het kader van dit memo wordt uitsluitend roerend vastgoed bedoeld, d.w.z. vastgoed dat is geëffectiseerd onder de vorm van vastgoedaandelen, vastgoedcertificaten of vastgoedfondsen.

De belangrijkste geëffectiseerde vastgoedmarkten zijn de Europese en die van de Verenigde Staten¹⁴. **Het Amerikaanse vastgoed is sinds midden 2012 aanhoudend in herstel.** De grafiek hieronder die de geïndexeerde evolutie weergeeft van de verkoop van nieuwe en bestaande eengezinswoningen van begin 2007 tot en met einde juni 2018, laat zien dat de verkoop van nieuwe en bestaande woningen gestaag toeneemt. Dat beleggers dit smaken, blijkt uit de evolutie van de MSCI REIT USA index, een graadmeter die de koersevolutie weergeeft van beursgenoteerde aandelen van Amerikaanse bedrijven die beleggen in vastgoed. Sinds het dieptepunt van maart 2009 t.e.m. einde juni 2018 is deze index bijna verviervoudigd. **Dit is op de eerste plaats een illustratie van de zoektocht naar rendement.** Deze index noteert op 30 juni 2018 tegen een forse K/W verhouding van 48,9, terwijl de gemiddelde boekwaarde minder dan de helft bedraagt van de gemiddelde beurskoers. Zijn bruto dividendrendement ligt echter op 4,2%. M.a.w. het agio dat betaald wordt is aanzienlijk, maar wordt verklaard door het hoge rendement. De verwachting is dat naarmate de Fed de rente verder verhoogt, de koersen van Amerikaanse vastgoedaandelen onder neerwaartse druk komen te staan. Tot nog toe is dit echter niet gebeurd. Bovendien ondervindt de subsector van de shopping centers de impact van de sterk gestegen online verkopen door bedrijven als Amazon.com. Nu instappen, is daarom niet van gevaar gespeend. Anderzijds is het onwaarschijnlijk dat de Fed de rente na 2018 nog veel verder verhoogt (zie hoger), **zodat het koersrisico van kwaliteitsvol Amerikaans beursgenoteerd vastgoed ook niet moet worden overschat.**

De verkoop van nieuwe en bestaande woningen in de Verenigde Staten en de evolutie van de MSCI REIT USA Index (van 1 januari 2007 t.e.m. 30 juni 2018)



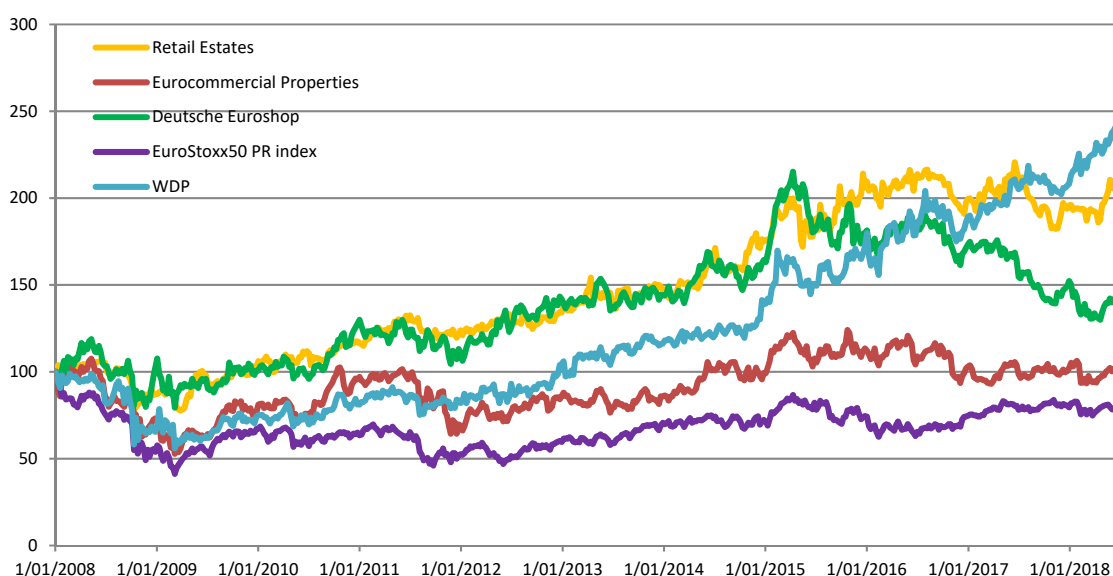
Ook in Europa stijgen de vastgoedprijzen fors. Een van de hoekstenen hiervan is - net zoals in de Verenigde Staten - de blijvend lage rente, de verbintenis van de ECB deze rente nog een tijd laag te houden en het gebrek aan beleggingsalternatieven. Hierdoor worden steeds meer eerder conservatieve beleggers verleid om 'in stenen' te beleggen. Die ontwikkeling leidt tot uitwassen. Zo valt in in Vlaanderen en Brussel het hoge tempo van de appartementsbouw op evenals die van assistentiewoningen. Beleggers lijken uit het oog te verliezen dat al die objecten moeten verhuurd geraken vooraleer ze een rendement kunnen opleveren. Vooral assistentiewoningen kunnen in dit verband voor problemen zorgen omdat de verhuur normaliter door een derde partij gebeurt (de uitbater van de assistentiewoningen) zodat de eigenaar niet zelf aan het stuur zit. Een niet verhuurde,

¹⁴ De Aziatische en vooral de Chinese vastgoedmarkt zijn ook belangrijk, maar zijn onder geëffectiseerde vorm minder gemakkelijk toegankelijk.

gebouwde assistentiewoning resulteert in een negatieve kasstroom omdat tegenover de lopende kosten geen inkomsten staan.

Omdat sommige prijzen zo fors oplopen, is selectiviteit meer dan ooit op haar plaats. Sommige vastgoedsectoren koppelen solide vooruitzichten aan nog steeds interessante waarderingen. Dit betreft o.a. de betere Europese shopping centers (niet de Amerikaanse want die ondervinden zware concurrentie van de internethandel) en logistiek vastgoed. Voor andere is er echter sprake van oververhitting (zie hoger). Omdat we ons in dit Memo beperken tot beursgenoteerd vastgoed, zoomen we in volgende grafiek in op de koersevolutie van een aantal Europese genoteerde vastgoedfondsen. Dit betreft Eurocommercial Properties (een beursgenoteerd Nederlands vastgoedfonds dat belegt in Europese winkelpanden van topkwaliteit), Retail Estates (een Belgisch beursgenoteerd bedrijf dat belegt in Belgische baanwinkels), Deutsche Euroshop (een Duits beursgenoteerd vastgoedfonds dat belegt in Duitse winkelpanden van topkwaliteit) en Warehouses De Pauw - WDP (een Belgisch beursgenoteerd bedrijf dat vooral belegt in Belgisch en Nederlands logistiek vastgoed). Tenslotte vergelijken we deze vier aandelen van 1 januari 2008 t.e.m. 30 juni 2018 met de Euro Stoxx 50 index (alles exclusief uitgekeerde dividenden).

De koers van enkele vastgoedfondsen vergeleken met de Euro Stoxx 50® PR index van 1 januari 2008 t.e.m. 30 juni 2018



Midden 2018 noteert de Euro Stoxx 50 PR index ongeveer 22% lager dan begin 2008. Maar Retail Estates en WDP hebben de crisis al lang achter zich gelaten. Deutsche Euroshop presteert minder sterk, terwijl Eurocommercial Properties zowat tegen de koers van begin 2008 aanschurkt. Opgelet! Dit betreft uitsluitend koersprestaties, d.w.z. zonder rekening te houden met de uitgekeerde dividenden die op een beduidend hoger niveau liggen dan deze van de Euro Stoxx 50 index, zoals onderstaand overzicht per 30 juni 2018 aangeeft.

Omschrijving	Bruto dividendrendement (in %)
Eurocommercial Properties	5,68
Deutsche Euroshop	4,82
Retail Estates	4,19
WDP	4,03
Euro Stoxx 50 PR	3,53

Opnieuw is de zoektocht naar een hoger rendement de belangrijkste factor voor de verklaring van deze hoge koersniveaus. De uitgekeerde bruto dividenden liggen veel hoger dan bv. de rente op lange

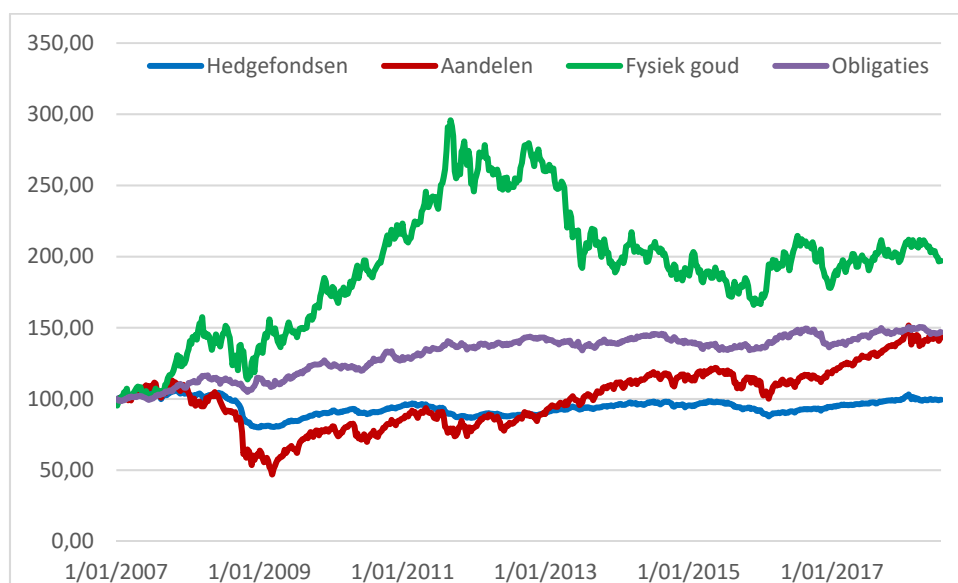
termijn van een Belgische overheidsobligatie of van een kasbon. Aan de andere kant moet men zich realiseren dat Europees beursgenoteerd vastgoed door de bank genomen en zoals in de Verenigde Staten, hoger noteert dan de netto boekwaarde (m.a.w. dan de waarde van het vastgoed in eigendom verminderd met de schulden). Het hoge dividendrendement is hiervan de oorzaak, maar ook het feit dat intelligent beheerde vastgoedconcepten meer waard zijn dan de optelsom van de waarde van de eigendommen, verminderd met de schulden. WDP is hiervan een goed voorbeeld. Dit vastgoedbedrijf biedt 'sleutel op de deur' opslagoplossingen aan inclusief energiezuinig beheer onder de vorm van zonnepanelen, i.p.v. gewoonweg opslagruimte te verhuren. De hogere koers van dit aandeel is dus minstens ook hierdoor verklaarbaar. **De 'koopjes' van enkele jaren terug zijn echter voorbij.** Wanneer men vandaag bv. in een van de vier hoger genoemde vastgoedfondsen belegt, prikt men een mooi en licht stijgend dividend vast, maar ligt het neerwaartse risico hoger dan de voorbije jaren temeer daar de hoge vlucht van de internethandel ook in Europa de klassieke shoppingformules onder druk zet. Niettemin, en ondanks de ruim positieve koersevolutie van de jongste jaren, hebben deze effecten nog potentieel zolang de rente ultralaag blijft. Niet alleen omdat de inkomsten van dit type bedrijven stabiel tot matig stijgend zijn, maar ook omdat ze goed tegen oplopende inflatie beschermen.

Geëffectiseerd vastgoed (Europese winkelcentra, logistiek vastgoed) biedt nog steeds aantrekkelijke rendementsperspectieven (licht oplopende dividenden en kans op meerwaarden). Bovendien beschermt het tegen inflatie.

II.6. Alternatieve beleggingen

Door de bank genomen stellen alternatieve beleggingen - waaronder afgeleide producten zoals hedgefondsen - sinds midden 2007 (het uitbreken van de financiële crisis) tot midden 2018 nog steeds teleur. Hun prestatie is slechter dan die van de grote activaklasse van de aandelen (die nochtans een crash onderging) en verbleekt bij die van overheidsobligaties van 'investment grade' kwaliteit en bij die van goud. Uit volgende grafiek blijkt dat fysiek goud sinds midden 2007 het beste scoort, gevolgd door overheidsobligaties. De MSCI wereldaandelenindex wint meer dan 40%, terwijl de HFRX Global Hedge Fund Index op een verlies staat van 2,4%. Dit is zonder meer een ontgoocheld resultaat.

De HFRX Global Hedge Fund Index vergeleken met aandelen, obligaties en fysiek goud van 1 januari 2007 t.e.m. 30 juni 2018 (in USD)



Indien beleggen in hedgefondsen geen meerwaarde creëert vergeleken met een belegging in een brede aandelenindex (integendeel...) en uitmondt in zwaar verlies vergeleken met beleggingen in overheidsobligaties of in edelmetalen zoals goud, rijst de vraag waarom men op deze grote activaklasse een beroep zou doen¹⁵. Daarom: **slechts het gebruik van derivaten met de bedoeling het neerwaartse risico af te dekken, is verantwoord.**

Behalve enkele schaarse uitzonderingen, hebben hedgefondsen hun beschermende rol noch tijdens de financiële crisis, noch daarna, kunnen waarmaken. Hierin beleggen, resulteerde evenzeer in zware verliezen. Gelet op de hoge kosten die ze doorgaans in rekening brengen en op nog een reeks andere nadelen¹⁶, zijn ze te mijden. De enige uitzondering betreft het gebruik van afgeleide producten zoals opties en termijncontracten om het neerwaartse risico in een portefeuille of beleggingsfonds af te schermen.

DEEL III - Besluiten

1. Dankzij het massaal creëren van almaar meer schulden, maakt de wereldeconomie een expansiefase door. Niettemin slaagt ze er nog altijd niet in aansluiting te vinden bij het groeiritme van voor de diepe crisis van 2008-2009. In de eurozone blijven de economische vooruitzichten positief, ook al daalt de groeivoet enigszins. Meer dan ooit is de kernvraag hoe het creëren van nog veel meer schulden, o.a. via kwantitatieve versoepeling, de basis kan zijn van een op lange termijn gezonde economische groei.
2. Als de schulden almaar verder oplopen, bestaan er op termijn slechts twee mogelijkheden. Ofwel wordt een belangrijk deel ervan kwijtgescholden, ofwel wordt de reële waarde van deze schulden uitgehold door oplopende inflatie. De eerste optie is het minst aangewezen, omdat ze schuldenaars extreem bevoordeelt. Niettemin is ze soms niet te vermijden (zie de Griekse gedeeltelijke schuldenkwijtschelding van 2012). De tweede optie is als een stille moordenaar: bij een constante inflatie van pakweg 5% smelt de (overheids)schuld weg. Moeilijkheid bij deze tweede optie is dat men inflatie niet op commando kan creëren. Als het extra gecreëerde geld partim wordt opgepot of in de financiële sfeer wordt belegd (zoals nu vaak gebeurt), blijft de prijsontwaarding op een laag niveau vastgeroest. Pas wanneer hierin verandering komt, zal de geldontwaarding toenemen.
3. De toekomst van de eurozone zoals ze vandaag bestaat blijft een vraagteken. De reden is het gebrek aan eenmaking op economisch en fiscaal vlak. Een eenheidsmunt zoals de euro veronderstelt een harmonisering; in de praktijk gebeurt dit niet of nauwelijks. Bovendien dreigt het geruzie over een gemeenschappelijke immigratiepolitiek de eenheid van de eurolanden nog verder te verstoren. In de Verenigde Staten voert president Trump zijn verkiezingsbeloften koppig uit. Een ervan is het beperken van de import uit China en de Europese Unie omdat die zou gebeuren op een oneerlijke wijze. Dit leidt tot handelsspanningen. Indien die verder oplopen, riskeren de nog steeds positieve economische vooruitzichten een knauw te krijgen.
4. Het voorgaande leidt tot de vraag in welke mate de door de Fed geplande renteverhogingen voor het 2^{de} semester en voor 2019 werkelijkheid worden. De consensus ziet in 2019 nog twee verhogingen van ieder 0,25%, hetgeen de korte Amerikaanse rente op 2,5% zou brengen. Voor volgend jaar zou er in totaal nog 1% bijkomen. Wij zijn van mening dat naarmate 2019 verstrijkt, de waarschijnlijkheid van

¹⁵ Op de koop toe, is beleggen in hedgefondsen een dure zaak. De vergoedingen die de beheerders opstrijken zijn vaak meer dan het dubbele van deze die beheerders van bijvoorbeeld aandelenfondsen genieten.

¹⁶ Beleggen in hedgefondsen opent de deur naar een reeks nieuwe risico's. Enkele voorbeelden: de tegenpartij blijft in gebreke, de liquiditeit is onvoldoende, de waardering van de posities is niet transparant, de juridische bescherming laat te wensen over.

Amerikaanse renteverhogingen sterk zal afnemen. Voor de eurozone achten we het weinig realistisch dat de korte rente dit of volgend jaar wordt verhoogd.

5. De centrale banken van het Westen, Japan en China ondersteunen de economie d.m.v. een ultrasoepel monetair beleid. Dit betreft niet alleen een na verrekening van inflatie negatieve rente, maar ook de grenzeloze en quasi gratis terbeschikkingstelling van liquiditeiten aan de financiële sector. Bovendien blazen de centrale banken hun balansen op door allerlei technieken van kwantitatieve versoepeling en schrikken ze er niet voor terug op grote schaal in de prijsvorming van de obligatiemarkten tussen te komen. Deze ingrepen zijn niet democratisch gesanctioneerd, terwijl ze nochtans het dagelijkse leven van heel wat burgers diep raken. Daarenboven is de vraag of de centraal bankiers zich voldoende bewust zijn van het grote onheil dat ze op termijn hierdoor mogelijk aanrichten; ook net voor de crisis van 2008-09 waren ze zich van geen kwaad bewust. De nooit geziene geldcreatie, het opkopen van risicovolle effecten en het manipuleren van wisselkoersen geeft deze bankiers het aureool van leerling-tovenaars. De ingrepen van de centrale banken zijn daarom op termijn een bron van grote potentiële economisch-financiële risico's. De Fed bouwt weliswaar haar programma van kwantitatieve versoepeling met mondjesmaat af, maar de hamvraag is hoever ze hierin kan gaan zo de Amerikaanse economie minder presteert. Tenslotte mag men niet uit het oog verliezen dat het toekomstige monetaire beleid van de centrale banken grote onzekerheid belooft. Ofwel presteert de economie beter, maar dan kunnen ze de rente niet voldoende verhogen zonder de financiering van hun eigen overheden in het gedrag te brengen. Ofwel gaat het de andere kant op, maar dan hebben ze hun grootste voorraad monetair kruit al verschoten. In beide gevallen zal de hierdoor gecreëerde onzekerheid op de financiële markten wegen.

6. Beleggen in een omgeving die door de monetaire politiek zwaar wordt vertekend en die gekenmerkt is door het verder opblazen van de reeds strak gespannen schuldenballon, is niet eenvoudig. Klassieke modellen gebouwd rond de opvatting dat een hoger risico leidt tot een hoger rendement, bieden geen soelaas. Nieuwe, bevredigende risicomodellen bestaan (nog) niet. Deze overwegingen wettigen een voorzichtige aanpak, gefocust op het beperken van het neerwaartse risico. In de praktijk moeten beleggingen in schulden worden afgebouwd ten voordele van beleggingen in aandelen en beursgenoteerd vastgoed. Vooral dit laatste biedt in het kader van een zorgvuldige selectie nog steeds een uitstekende mix van een licht stijgend dividendinkomen met bescherming tegen inflatie.

7. Vandaag betalen geldmarktbeleggingen een rente die het inflatieritme niet volgt. Deze vaststelling zal minstens de komende kwartalen onverminderd van kracht blijven. Geldmarktbeleggingen creëren de illusie van kapitaalbescherming. In de realiteit resulteren ze in een verlies aan koopkracht, zonder enig uitzicht op herstel. Daarom zijn ze te mijden, behalve voor het tijdelijk parkeren van overtollige liquiditeiten.

8. Obligatiebeleggingen van de beste kwaliteit met een lange '*duration*' zijn evenmin aantrekkelijk. Hun huidig rendement vertolkt onvoldoende het genomen risico en volstaat zelfs niet om de inflatie te compenseren. Daarnaast zouden ze aanleiding kunnen geven tot zware kapitaalverliezen mocht de lange rente onverwacht toch flink aantrekken. Obligatiebeleggingen van mindere kwaliteit (uitgegeven zowel door overheden als door bedrijven), zijn afraders. Overheden met een minder goede rating dreigen in een zee van schulden ten onder te gaan, terwijl cashflow en winstgevendheid van zwakkere bedrijven lijden onder de minste economische tegenwind.

9. Aandelen vertegenwoordigen reële activa. Mocht op termijn de inflatie flink oplopen - wat wij verwachten - dan bieden ze hiertegen bescherming. Dit betekent evenwel niet dat die effecten vrij zijn van grote schommelingen. Dit is de prijs die men moet betalen om binnen 3 tot 5 jaar met gerust gemoed de komende inflatiepiek tegemoet te zien. Men kan deze risico's beheersen door te beleggen via fondsen (spreiding over sectoren en regio's) en/of door een beroep te doen op een stop loss techniek.

10. Hoewel de grote beurzen al sinds maart 2009 en ondanks soms zware correcties opwaarts evolueren, is de kans groot - met dank aan de gemiddeld stijgende bedrijfswinsten - dat ze naar het jaareinde toe verder aantrekken. Wat 2019 e.v. betreft, liggen de kaarten moeilijker. Bv. de economische expansie in de Verenigde Staten is na lange jaren van groei aan een adempauze toe, terwijl de Fed de intentie heeft de korte rente verder te verhogen en de kwantitatieve versoepeling terug te draaien. Bovendien speelt op de achtergrond de vrees van een escalerend handelsconflict. Dit zijn geen ontwikkelingen die de Amerikaanse beurzen onberoerd laten. En wanneer het daar stormt, stormt het op iedere wereldbeurs.

11. Zo de groei van de wereldeconomie niet beduidend versnelt, zullen de prijzen van harde grondstoffen onder druk blijven staan. Edelmetalen lijken een consolidatiefase door te maken. Op LT zijn ze echter een betrouwbare keuze als het erop aan komt de koopkracht veilig te stellen.

12. Het herstel van vastgoed gaat gestaag door, in die mate zelfs dat hier en daar nieuwe zeepbellen ontstaan. Daarom is selectiviteit aan de orde. De betere sectoren zijn die van Europees topwinkelvastgoed en logistiek vastgoed (opslagplaatsen en verdeelcentra). Dergelijke beleggingen combineren een aantrekkelijk dividendrendement met uitzicht op mooie meerwaarden, zeker in geval van oplopende inflatie.

13. Hedgefondsen zijn dé ontgoocheling van het laatste decennium. Ze presteren ondermaats, rekenen hoge kosten aan en brengen extra risico's met zich mee. Derivaten verdienen daarom slechts aandacht om neerwaartse risico's in een portefeuille of beleggingsfonds af te schermen.

14. Tot slot dient onderstreept te worden, dat bovenstaande bondige bespreking van de beleggingsvooruitzichten voor het komende halfjaar, steunt op de macro-economische analyse zoals supra verwoord. Mocht een aantal belangrijke parameters afwijkend evolueren, dan zullen de verwachtingen op het vlak van beleggen er mogelijk helemaal anders uitzien: beleggen is een dynamisch gebeuren!