

Rendement en Risico in 2019

DECEMBER 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. De 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.

Inhoudstafel - Rendement en risico in 2019

	pagina
<u>Woord Vooraf</u>	4
<u>DEEL I - DE WERELDECONOMIE IN 2019</u>	
1.1. Het bredere perspectief	5 - 8
1.2. Stand van zaken	
1.2.1. De groei van het BBP	9 - 11
1.2.2. De industriële productie	11 - 12
1.2.3. De Baltic Dry index	12
1.2.4. Het consumentenvertrouwen	13
1.2.5. Het werkloosheidspercentage	13 - 14
1.2.6. De consumptieprijsindex	14 - 15
1.2.7. De rente op de korte tot de heel lange termijn	16 - 17
1.2.8. De evolutie van de overheidsfinanciën	17 - 18
1.2.9. De rol van de grote centrale banken	18 - 19
1.3. De vooruitzichten van de wereldeconomie voor 2019	20
1.4. Besluit	20
<u>DEEL II - DE VOORUITZICHTEN VAN DE GROTE ACTIVAKLASSEN</u>	
2.1. Jaar van loutering	21 - 23
2.2. Geldmarktbeleggingen	23 - 24
2.3. Vastrentende beleggingen op halflange en lange termijn	
2.3.1. Obligaties in EUR	24 - 26
2.3.2. Obligaties in USD	26 - 27
2.3.3. Obligaties in JPY	27 - 28
2.3.4. Besluit	28
2.4. Aandelen	
2.4.1. Aandelen - Algemeen	29 - 32
2.4.2. Aandelen - Europa	32 - 33
2.4.3. Aandelen - Verenigde Staten	34 - 35
2.4.4. Aandelen - Japan	35 - 36
2.4.5. Aandelen - Opkomende landen	36 - 37
2.4.6. Aandelen - Kleinere bedrijven	37 - 38
2.4.7. Besluit	38

2.5. Grondstoffen	
2.5.1. Harde grondstoffen	39 - 40
2.5.2. Edelmetalen	41 - 42
2.5.3. Zachte grondstoffen	42 - 43
2.5.4. Besluit	43
2.6. Vastgoed	
2.6.1. Stand van zaken	44
2.6.2. Toekomstige evolutie	45 - 46
2.6.3. Besluit	46
2.7. Hedgefondsen	
2.7.1. Algemeen	46
2.7.2. Rendement	46 - 47
2.7.3. Dakfondsen van hedgefondsen	47 - 48
2.7.4. Besluit	48
2.8. Rendementsverwachtingen 2019	48 - 49
2.9. Afwijkende visies	
2.9.1. Positieve bias	49 - 50
2.9.2. Negatieve bias	50
2.9.3. Besluit	50
2.10. Slotbeschouwingen	50 - 52

Woord vooraf

Deze studie wil een antwoord geven op de vraag wat in 2019 te verwachten van het rendement van geldmarktbeleggingen, obligaties, aandelen, grondstoffen, vastgoed en hedgefondsen en dit in het licht van de evolutie van de globale economie. Hiervoor heeft FRD een synthese gemaakt van wat actueel (d.w.z. midden december 2018) door de belangrijkste internationale economische instellingen, economisch-financiële tijdschriften, banken en vermogensbeheerders naar voren wordt geschoven als meest waarschijnlijke scenario wat betreft de macro-economische ontwikkelingen en de te verwachten opbrengsten van de belangrijkste activaklassen. In fine worden ook enkele alternatieve scenario's kort besproken. De bronnen waarop een beroep werd gedaan zijn de OESO, het IMF, de Wereldbank, de Europese Unie, de ECB, de FED, Business Week, The Economist, Bank of America, Barclays, BlackRock, BNP-Paribas, Citigroup, Crédit Agricole, Crédit Suisse, DegroofPetercam, Delen, Fidelity, Franklin Templeton, Henderson, ING, JPMorganChase, KBC, Morgan Stanley, Pictet, Robeco, Société Générale, UBS en Vontobel. Dit is een ruim staal waaruit als grootste gemene deler de consensusverwachtingen voor 2019 werden gedistilleerd. Alle gegevens en grafieken zijn ontleend aan Bloomberg® behalve indien anders vermeld.

DEEL I - DE WERELDECONOMIE IN 2019

1.1. Het bredere perspectief

Begin oktober 2018 zetten de Dow Jones, Nasdaq en S&P's 500 nog nieuwe historische toppen neer. Sindsdien is de trend gekeerd. De jaarwinsten van de Amerikaanse graadmeters zijn verdwenen, terwijl in Europa en de opkomende landen bloedrode jaarcijfers op de koersborden staan. Nochtans presteert de wereldeconomie nog altijd heel behoorlijk. Wat is er gebeurd? **Waarom werden beleggers plots zo negatief?**

Om die vraag te beantwoorden is het nodig een onderscheid te maken tussen de feitelijke evolutie van een aantal macro-economische variabelen en de interpretatie ervan door beleggers. Vanuit macro-economisch perspectief loopt de oplopende conjunctuurfase zowel in Europa als de Verenigde Staten ten einde. Bij Uncle Sam duurt ze straks tien jaar - een unicum in de moderne economische geschiedenis - terwijl ook in de eurozone de groei sinds vijf jaar belangrijk is, al werd het groeitempo van voor de crisis 2008-2009 niet geëvenaard. Het vooruitzicht dat de economie straks minder sterk groeit - wat uitmondt in lagere omzet- en winstcijfers - kan logischerwijs aandelenbeleggers niet begeistere.

De huidige conjunctuurcyclus verzwakt om verschillende redenen. **Eerst en vooral is er het feit zelf van de duur van de cyclus.** In de aanloop naar een fase van hoogconjunctuur stijgt de consumentenvraag, verhogen de investeringen en neemt de werkloosheid af. Wanneer de hoogconjunctuur aanhoudt, krijgen bedrijven problemen om tijdig de extra benodigde fabrieksinfrastructuur te bouwen en om ervaren werknemers te vinden. Gevolg: de productie botst op een bovengrens en de groei remt af. In sommige sectoren is dat vandaag het geval zowel in de eurozone als de Verenigde Staten.

Een tweede factor die weegt op de groeivoorzichten is de stijgende rente. Hoewel de totale schuldgraad zowel in China, Europa, de opkomende landen als de Verenigde Staten almaar verder stijgt (bedrijven, gezinnen en overheden gaan steeds meer schulden aan), resulteerde dit tot voor kort in weinig ongerustheid. De ultra lage rente zorgde er immers voor dat de aflossingslast draaglijk bleef. De herhaalde renteverhogingen door de Fed hebben hun uitwerking echter niet gemist; de interestlasten op kortlopende USD leningen zijn de jongste drie jaar bijna vertienvoudigd, terwijl de rente op tien jaar van Amerikaanse overheidsobligaties over dezelfde periode zowat is verdubbeld. In USD is de periode van ultra lage rente dus voorbij. Hierdoor is de rentelast voor veel beleggers en investeerders een significante kostenfactor geworden, terwijl hij dat voordien veel minder was. Onder meer rommelobligaties (doorgaans vriendelijker omschreven als hoogrentende obligaties) zijn hiervan het slachtoffer; hun koersen zijn sinds begin oktober sterk gedaald. Het besef dat de periode van ultra lage tot zelfs negatieve rente ten einde loopt, is sinds enkele maanden bij veel beleggers doorgedrongen. Het gevolg is dat aandelen die na een jarenlange stijging nog een dividend van bv. 1,5% betalen worden verkocht voor US treasuries die meer dan 3% renderen.

Een derde belangrijk element dat twijfel zaait over de toekomstige economische groei is de handelsoorlog die president Trump heeft opgestart en die vooral gericht is tegen China. Hoewel de soep wellicht niet zo heet zal worden gegeten als ze wordt opgediend (zie de 'wapenstilstand' van drie maanden die begin december werd overeengekomen), spreekt het vanzelf dat het doordrukken van hogere toltarieven of het simpelweg bemoeilijken van het internationale handelsverkeer door het opleggen van extra regels, nefast is voor de wereldwijde economische groei. Met andere woorden, zelfs een gematigde uitkomst van dit conflict, zal wegen op de handelsstromen. **Het besluit is dat een aantal macro-economische variabelen duidelijk de verkeerde kant opgaat.**

De manier waarop beleggers dit interpreteren, ondermijnt verder de toekomstige evolutie van de financiële markten. Daar waar einde vorig jaar nog sprake was van een *Goldilocks* scenario (zie 'Rendement en Risico in 2018'), is de stemming omgeslagen. In de voorbije jaren werden feiten die potentieel een negatieve impact hebben op de financiële markten grotendeels genegeerd, of wogen slechts gedurende korte tijd op de koersen. Een voorbeeld hiervan is de uitslag van het Brexit referendum van 23 juni 2016. Na nog geen twee maanden was het initiële koersverlies van bv. de Euro Stoxx 50 index alweer goedgemaakt. **Die optimistische ondertoon is verdwenen.** Toen de Europese regeringsleiders op 25 november het resultaat van de Brexit onderhandelingen unaniem goedkeurden, reageerden de beurzen nauwelijks. **Aandelenkoersen komen niet tot stand op basis van historische gegevens zoals bedrijfswinst, koers/winstverhouding of dividenduitkeringen, maar zijn de cijfermatige vertaling van hoe beleggers de toekomst zien, zowel van ieder afzonderlijk bedrijf, van een sector als van de economie als geheel.**

Het sentiment is weliswaar gekeerd, maar het optimisme over de toekomstige evolutie van de financiële markten blijft niettemin nog altijd vrij hoog. Dit blijkt onder andere uit de verhouding tussen stieren en beren (Rydex Total Bull/Bear ratio), het beleggersvertrouwen (State Street Investor Confidence Index) en de vele fusies en overnames (Ed. Yardeni M&A World Activity Index). Deze indices die enkele maanden geleden nog historische maxima bereikten zijn weliswaar wat teruggevallen, maar noteren nog altijd op grote hoogte. Tussen deze parameters en de beursmaxima bestaat een duidelijk positieve correlatie: nieuwe historische aandelentoppen vallen samen met een hoge stieren/beren ratio, met een groot beleggersvertrouwen en met aanzienlijke M&A activiteit. **Samengevat: het sterk optimistische sentiment van voor enkele maanden is gekeerd, maar er is (nog) geen sprake van defaitisme.** Wat gebeurt is het correcter verdisconteren van een aantal risico's, zonder dat er tot nog toe sterk wordt getwijfeld aan de toekomstige economische groei, inflatie en werkgelegenheid.

Inherent aan economische cycli is het oplopen en daarna weer afnemen van de schuldgraad van bedrijven en gezinnen. Wanneer het beter gaat, worden sneller leningen afgesloten; bedrijven om hun investeringen mee te betalen, particulieren om een woning of nieuwe auto mee te kopen of om op reis te gaan. Overheden volgen die cycli doorgaans niet. Als het minder goed gaat, zullen ze hun schulden verhogen met de bedoeling de economische teruggang te counteren. **Vandaag vormen op de eerste plaats de Verenigde Staten een uitzondering op die regel** omdat de Trump administratie begin 2018 een belangrijke belastingvermindering heeft doorgevoerd terwijl de conjunctuur al sterk presteerde.

Het cyclische karakter van oplopende en weer afnemende bedrijfs- en gezinsschuld vloeit voort uit het feit **dat schulden maken niets anders is dan toekomstige consumptie en investeringen naar vandaag vervroegen.** Uiteraard moeten die schulden later worden afgelost, wat het bedrag beschikbaar voor toekomstige consumptie en investeringen vermindert. Tot zover de theorie. **In de praktijk zien we dat er sinds enkele decennia van reële schuldenafbouw geen sprake meer is.** Bedrijven en gezinnen verhogen sinds tientallen jaren hun totale schuldgraad waarbij de sterkste stijgingen te noteren zijn bij Chinese vastgoedleningen, US studentenleningen en bedrijfsfinancieringen. Bovendien leidt de ultra lage rentepolitiek van de centrale banken tot een dolgedraaide zoektocht naar rendement. Dit wordt geïllustreerd door de werkwijze om eerst zelf op korte termijn ultragoedkoop te lenen om nadien met dit geleende geld hoger renderende leningen op lange termijn van mindere kwaliteit mee aan te kopen. Deze 'leveraged loans' hebben in de Verenigde Staten het niveau van 1 biljoen USD bereikt en zijn - gelet op hun kettingreactie die ze bij eventuele falen ontketenen - te beschouwen als financiële atoombommen.

Wereldwijd doen overheden niet onder. Hoewel het overheidsdeficit in heel wat landen sinds enkele jaren daalt, is met uitzondering van enkele landen (in de eurozone Duitsland) de overheidsbegroting nog steeds deficitair. **M.a.w. ieder jaar moet extra worden geleend om het tekort te betalen, waarbij men niet uit het oog mag verliezen dat ook aflopende leningen moeten geherfinancierd worden.**

Enkele cijfers tonen de magnitude van het probleem aan. Volgens het Amerikaanse Congressional Budget Office CBO (het bureau van het Amerikaanse Congres dat de overheidsschuld opvolgt) bedroeg de rentelast op de federale schuld in 2017 263 miljard USD of 1,4% van het BBP. Het CBO raamt de rentelast in 2028 op 1.500 miljard USD of 3,1% van het BBP en dit zonder zelfs maar rekening te houden met een recessie of ander groot onheil. Bovendien betreft dit tekorten die concreet zijn, dat wil zeggen, die blijken uit de overheidsbegroting zoals die jaarlijks door het parlement wordt goedgekeurd. In de realiteit is de schuldgraad van de overheden wereldwijd veel hoger. Pensioenbeloften (in België het wettelijke pensioen, de 1^{ste} pijler) en toekomstige, maar al verworven tegemoetkomingen in de sociale zekerheid (bv. invaliditeitsuitkeringen) worden niet in de jaarbegroting opgenomen (slechts de financiële impact dat jaar wordt begroot) maar zweven als een niet te schatten toekomstige verplichting boven de overheidsfinanciën.

Het wereldwijde schuldenplaatje kleurt almaar zorgwekkender. Eerst en vooral is er het schuldenbeheer bij bedrijven en gezinnen. In België is een onderneming als Nyrstar daarvan een goed voorbeeld; slechts door het verstrekken van een noodlening door Trafigura, de hoofdaandeelhouder, kon de liquiditeit worden gehandhaafd. In de Verenigde Staten is een mastodont als General Electric in hetzelfde bedje ziek. Tien jaar geleden genoot dit concern als een van de weinige van de hoogste S&P's AAA rating; als gevolg van het aangaan van steeds meer schulden is die vandaag terug gevallen tot net boven investment grade. Ook in de opkomende landen en meer in het bijzonder in China staan heel wat bedrijven als gevolg van een te hoge schuldgraad met de rug tegen de muur. In het verleden hebben ze te zwaar geleend en nu slagen ze er niet in zich te herfinancieren. Volgens Bloomberg zijn dit jaar al meer dan 40 Chinese bedrijven met meer dan 500 werknemers in gebreke gebleven voor een totaal bedrag van ca. 7,5 miljard USD. **Aan de andere kant is er de overheidsschuld die maar blijft oplopen** - zelfs in jaren van hoogconjunctuur - onder meer omdat politici steeds nieuwe 'absoluut noodzakelijke' uitgaven ontdekken. Een recent voorbeeld hiervan is Italië waar de nieuwe regering het overheidstekort wil laten oplopen om de economie die quasi tot stilstand is gekomen, een jumpstart te geven. Hoewel dit specifiek voor dit land vanuit macro-economisch oogpunt een te verdedigen stelling is, doet dit niets af aan het feit dat de al torenhoge Italiaanse overheidsschuld hierdoor nog verder verhoogt. **In een wereld waar het maken van schuld verworpen is tot de normaalste zaak ook voor het dekken van courante werkingsuitgaven, is het ultra lage rentebeleid van de centrale banken van cruciaal belang.** Zou hierin verandering komen, dan zal het voor veel bedrijven (nog) veel moeilijker worden om zich te (her)financieren met alle nefaste gevolgen van dien. De mededeling eind november van Jerome Powell, voorzitter van de Fed, dat de Amerikaanse renteverhogingen op hun laatste benen lopen, is in dit verband veelzeggend. Als de Amerikaanse economie - die nog steeds sterk presteert - al op haar adem trapt bij rentevoeten van 2% tot 3%, **dan is het duidelijk dat bij een verdere wereldwijde economische teruggang, de rol van de grote centrale banken nog zwaarder zal doorwegen.**

De wereldwijde crisis van 2007-2008 was aanleiding voor de grote centrale banken (GCB)¹ om de klassieke instrumenten van monetair beleid sterk uit te breiden. Vooral de kwantitatieve versoepeling (QE) en het opleggen van negatieve rentevoeten kregen veel aandacht. Beide maatregelen werden nooit eerder toegepast en hebben een grote impact. Het discours van de GCB is dat die innovatieve monetaire politiek nodig is en dat hij sinds 2009 sterk heeft bijgedragen tot het herstel van de wereldeconomie. Aan de andere kant is het duidelijk dat de gevolgen van dit innovatieve monetaire beleid niet uitsluitend positief zijn; er zijn ook verliezers. Verzekeringsinstellingen, banken en pensioenfondsen die hun solvabiliteit op lange termijn zien afbrokkelen, spaarders die jaar na jaar koopkrachtverlies lijden en een oplopende inkomensongelijkheid, zijn de meest in het oog springende voorbeelden. **De nieuwe instrumenten van monetair beleid zoals ze tot nog toe worden toegepast, gaan volgens een aantal academici echter niet ver genoeg.** Negatieve rentevoeten werden weliswaar ingevoerd, maar zouden onvoldoende diep snijden. Bij een volgende recessie moet het mogelijk zijn

¹ De grote centrale banken (GCB) zijn de Bank of Japan (BoJ), ECB, Fed en People's Bank of China (PBoC).

een veel negatievere beleidsrente op te leggen, zodat - in deze zienswijze - de economie sneller herstelt omdat consumenten hun spaarcenten dan sneller zullen aanspreken. Ruim negatieve beleidsrentes veronderstellen het afschaffen of minstens duurder maken van het gebruik van cash geld. Gebeurt dit niet, dan zullen bedrijven en particulieren - geconfronteerd als ze dan zijn met zwaar negatieve rentevoeten en dus nominaal kapitaalverlies - vluchtgedrag vertonen. Liever papieren geld zonder renteverlies in een kluis bewaren (hoewel dit ook niet gratis is), dan bankdeposito's systematisch te zien afsmelten. Anders gesteld, **de economische waarde van baar geld is groter dan hetzelfde bedrag uitgedrukt in virtueel geld** (bankdeposito). **De nieuwe instrumenten van monetair beleid hebben niet alleen verregaande gevolgen op economisch vlak. Ze hebben ook een weerslag op fiscaal, politiek en sociaal gebied.** Een voorbeeld hiervan is het systematisch opkopen van overheidsobligaties door de Japanse centrale bank (BoJ). Dit is monetaire overheidsfinanciering van de zuiverste soort en zou volgens ieder economisch handboek moeten uitmonden in galopperende inflatie. Tot nog toe gebeurt dit in Japan niet. Het tegendeel is waar: dit land heeft de grootste moeite om niet in deflatie te vervallen. Als op grote schaal toegepaste monetaire financiering niet uitmondt in hoge inflatie, openen zich quasi oneindige mogelijkheden wat betreft de toekomstige rol van de overheid, zowel bv. wat betreft het verhogen van sociale uitgaven als van het doorvoeren van zeer grote investeringen. Immers, de schatkist is dan nooit leeg; een overheidstekort verliest iedere betekenis. Er is echter heel wat meer fundamenteel economisch onderzoek nodig vooraleer op dit vlak definitieve uitspraken kunnen worden gedaan. Op dit belangrijke onderwerp komen we verder terug.

Op dit ogenblik hoeven de GCB dergelijke extreme monetaire maatregelen nog niet in stelling te brengen. De wereldeconomie koelt af, maar groeit nog steeds tegen een aanmerkelijk tempo. Mocht de economische vertraging zich evenwel verder doorzetten en zelfs uitmonden in een recessie, dan zullen de GCB opnieuw optreden als een noodinterventieteam. **Dus, wat is de economische stand van zaken vandaag en wat zijn de consensusvooruitzichten voor 2019?**

1.2. Stand van zaken

De beste manier om zich een beeld te vormen van het wereldwijd macro-economische potentieel, is i) de meest recente economisch-financiële indicatoren aan een onderzoek te onderwerpen, waarna ii) projecties worden gemaakt over de verwachtingen voor volgend jaar. Daarom worden achtereenvolgens de volgende gegevens tegen het licht gehouden:

- De groei van het bruto binnenlands product (BBP) in de eurozone, in Japan en in de Verenigde Staten. Deze drie economische regio's vertegenwoordigen volgens de Wereldbank meer dan 50% van het wereldwijde BBP.
- De industriële productie in de eurozone, in Japan en in de Verenigde Staten. Deze indicator meet de hartslag van de economie onder de vorm van de fabrieksoutput.
- De Baltic Dry Index meet de evolutie van de vrachttarieven in de bulkscheepsvaart. Dit is een objectieve waardemeter - niet beïnvloed door sentiment of door mogelijke methodologische kunstgrepen - die een directe indicatie geeft over de toekomstige wereldwijde groei en productie.
- Het consumentenvertrouwen in de eurozone, in Japan en in de Verenigde Staten. In tegenstelling tot de industriële productie, geeft het consumentenvertrouwen weer hoe de man/vrouw in de straat de toekomstige economische gang van zaken beoordeelt. Het consumentenvertrouwen peilt dus naar emoties, niet naar harde cijfers.
- Het werkloosheidspercentage in de eurozone, in Japan en in de Verenigde Staten laat zien welk deel van de werkwilligen geen baan heeft.
- Het verloop van de consumptieprijzenindex (CPI) in de eurozone, in Japan en in de Verenigde Staten schetst een beeld van de evolutie van de levensduurte.

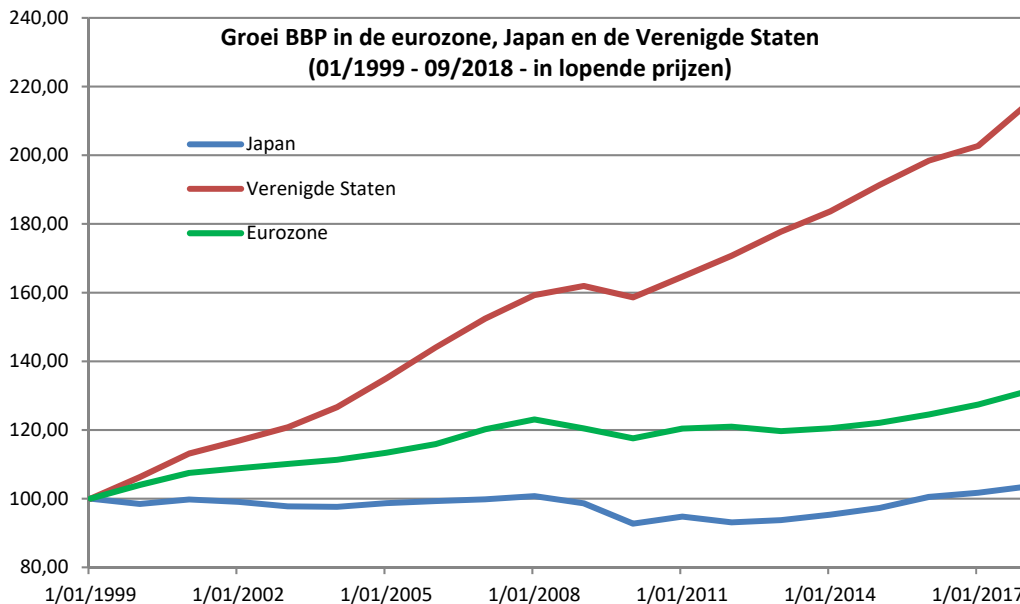
- Het renteverloop van de korte tot de heel lange termijn in de eurozone, in Japan en in de Verenigde Staten.
- De evolutie van de overheidsfinanciën in de eurozone, in Japan en in de Verenigde Staten, gemeten aan het jaarlijkse tekort en aan de totale schuld.

Deze reeks indicatoren streeft geen volledigheid na. Samen geven ze op wereldvlak echter een vrij realistisch beeld van de stand van zaken en verwachtingen op economisch-financieel gebied. De grafieken gaan bij voorkeur terug tot de datum van invoering van de EUR (4 januari 1999). Na iedere grafiek volgt telkens een korte bespreking en geven we de eraan gekoppelde macro-economische consensusverwachting voor 2019.

De vooruitzichten voor 2019 zijn wat minder gunstig dan die voor het lopende jaar. Enerzijds is het niet abnormaal dat na een decennium van heel sterke (China), sterke (Verenigde Staten) of matige groei (eurozone) de economie wat terugvalt. Anderzijds zijn de rentetarieven dit jaar vooral in de Verenigde Staten verder opgelopen wat meer en meer begint te wegen op de terugbetalingscapaciteit van bedrijven en gezinnen. Niettemin is de consensus dat ook 2019 wereldwijd een goed economisch jaar wordt, weze het dus dat de groei minder hoog zal zijn. De gebruikelijke caveat mag echter niet ontbreken, waarbij vooral het handelsconflict tussen China en de Verenigde Staten voor toenemende onrust kan zorgen.

1.2.1. De groei van het BBP

Het bruto binnenlands product (BBP) is de in geld uitgedrukte som van wat een land of regio over een welbepaalde termijn (normaliter 1 jaar) aan diensten en goederen tegen marktprijzen (lopende prijzen) produceert, dus niet gecorrigeerd voor inflatie.

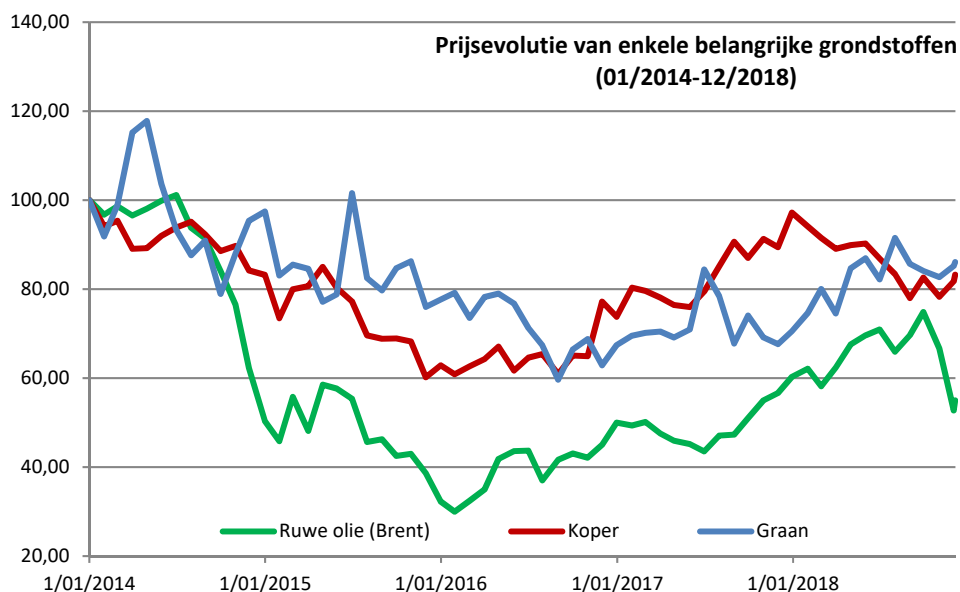


Van begin 1999 tot einde september 2018, groeit de Amerikaanse economie met gemiddeld 4,2% per jaar. De eurozone bezet de tweede plaats met een groei van 1,6% per jaar, terwijl Japan met nauwelijks 0,1% per jaar het rijtje sluit. Zoals hoger aangegeven, zijn dit data tegen lopende prijzen, d.w.z. inclusief inflatie. Zo de prijsstijgingen worden geëlimineerd, bedraagt de groei sinds begin 1999 in de Verenigde Staten gemiddeld 1,9% per jaar, terwijl hij voor de eurozone met 0,15% per jaar slechts licht positief is. Daar waar de Verenigde Staten en de eurozone sinds 1999 inflatie kennen, is dit in Japan niet het geval. Hierom is de jaarlijkse BBP groei in Japan in reële cijfers ongeveer gelijk aan die in nominale

termen (d.w.z. inclusief de veranderingen in het prijsniveau). De prestatie van de Japanse economie is sinds begin 2016 wat verbeterd, maar blijft ondermaats. Men kan zich afvragen of hoge reële BBP groeicijfers (i.e. na inflatie) van 3% en meer zoals we die ook in België tot voor 2000 gekend hebben, nog realistisch zijn. De Franse econoom Thomas Piketty heeft hierover onderzoek gedaan. Hij komt tot het besluit dat over de heel lange termijn (van 1700 tot 2012) een reële BBP groei per hoofd van de bevolking van 1% per jaar normaal is. Japan en China zijn hiervan een goede illustratie. Dit eerste land realiseerde tot zowat het midden van de jaren 80 een BBP groei vergelijkbaar met die van China vandaag. Nadien zorgde de combinatie vastgoedbel, structurele problemen binnen de financiële sector en negatieve demografische groei voor quasi stagnatie. China gaat wellicht hetzelfde scenario tegemoet. Ook hier is er sprake van oververhitting van de vastgoedsector in combinatie met een financiële sector die sinds de crisis van 2008 heel wat slechte kredieten moet verteren. Bovendien volgt het land hetzelfde demografische parcours. In Japan neemt de bevolking af, iets wat in China - als gevolg van de één kind per gezin politiek - eveneens staat te gebeuren.

Specifiek wat betreft de eurozone is het duidelijk dat de economisch-financiële crisis van 2008-2009 voor een breekpunt heeft gezorgd: de BBP groeipercentages van voorheen zijn nog altijd niet terug.

De ontwrichting gecreëerd door de financiële sector resulteerde in een vertrouwensbreuk bij consumenten en bedrijven, die op haar beurt uitmondde in het voor een stuk stilvallen van de kredietvraag en in eerste instantie in een streven naar schuldvermindering. Omdat de beroepsbevolking ook in veel Westerse landen (België, Duitsland, Frankrijk, Italië...) vermindert, is het onwaarschijnlijk dat de economische groei structureel aantrekt, al wil dit niet zeggen dat de vraag niet tijdelijk flink kan verbeteren (zoals in 2017 en dit jaar gebeurt). Voor de Verenigde Staten liggen de kaarten beter, onder meer dankzij de grote belastingverlaging begin 2018 en het feit dat de bevolking hier wel nog toeneemt. Maar ook voor de Verenigde Staten zijn de hoge BBP groeicijfers (gezuiverd voor inflatie) van voor de eeuwwisseling nog niet terug. In dit verband is het niet geruststellend dat de Fed bij monde van voorzitter Jerome Powell heeft gemeld, dat de meeste interestverhogingen achter de rug zijn. Met andere woorden, terwijl de economie sterk presteert en de rente nauwelijks de geldontwaarding dekt, denkt de Amerikaanse centrale bank al aan het stabiliseren of terugschroeven van de rente... Tegelijkertijd is de basisrente van zowel de Bank of Japan als de ECB na inflatie nog steeds negatief, zonder uitzicht op enige verhoging in de loop van de komende kwartalen. Dit alles duidt erop dat de economische groei - ondanks de betere cijfers van de voorbije jaren - nog steeds fragiel is. In het licht van de verwachte afkoeling van de economische groei in de loop van volgend jaar, hebben sommige grondstoffenprijzen een voorspellend verloop. Dit betreft niet alleen ruwe olie, maar ook o.m. koper, nikkel, zink en sommige landbouwgrondstoffen als graan.



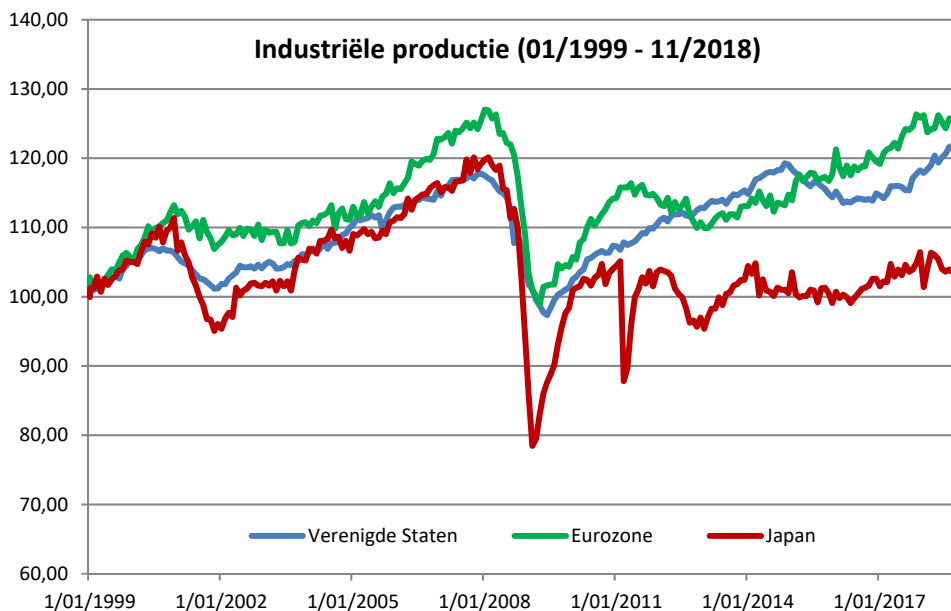
Daar waar granen sinds begin 2018 licht positief evolueren, glijdt koper sinds het jaarbegin af en kent ruwe olie sinds begin oktober 2018 een scherpe terugval. Het prijsniveau van deze drie grondstoffen ligt beduidend (ruwe olie) dan wel duidelijk onder het prijsniveau van begin 2014. Daar waar de prijsevolutie van landbouwgrondstoffen zoals granen veeleer functie is van klimatologische omstandigheden, is dit niet zo voor koper en ruwe olie. Hun prijsontwikkeling correleert met de gang van zaken in de economie. Dat beide grondstoffen hun herstel in de loop van 2018 hebben afgebroken, oogt bijgevolg niet goed voor de toekomstige BBP groei.

Kijken we naar de groeiverwachtingen voor 2019 zoals geformuleerd door het IMF, dan spreekt deze instelling van een BBP groei van resp. 1,9% voor de eurozone, 0,9% voor Japan en 2,5% voor de Verenigde Staten. Deze voorspellingen liggen onder de verwachte reële groei voor 2018. Hoewel de verwachtingen voor 2019 lager liggen dan de groeicijfers voor 2018, vrezen we dat het IMF - zoals in het verleden al meerdere keren het geval was - te optimistisch is. Zelfs indien de handelsspanningen verdwijnen, de Brexit goed afloopt en er zich geen andere onverwachte ontwrichtende gebeurtenissen voordoen, zal de wereldeconomie verder afkoelen onder meer ten gevolge van de grote schuldgraad die op de toekomstige bestedingen weegt.

In 2019 zal de groei in de eurozone, Japan en de Verenigde Staten terugvallen. Dit is te verwachten na de lange conjunctuurexpansie. Van een economische krimp (recessie) is voorlopig echter geen sprake.

1.2.2. De industriële productie

De industriële productie meet de output van de nijverheid (inbegrepen de nutsbedrijven), uitgedrukt in vaste prijzen. Dit is een objectieve waardemeter die weliswaar wordt beïnvloed door veranderingen in de voorraadniveaus, maar die op langere termijn zeer goed de werkelijke activiteit weergeeft.



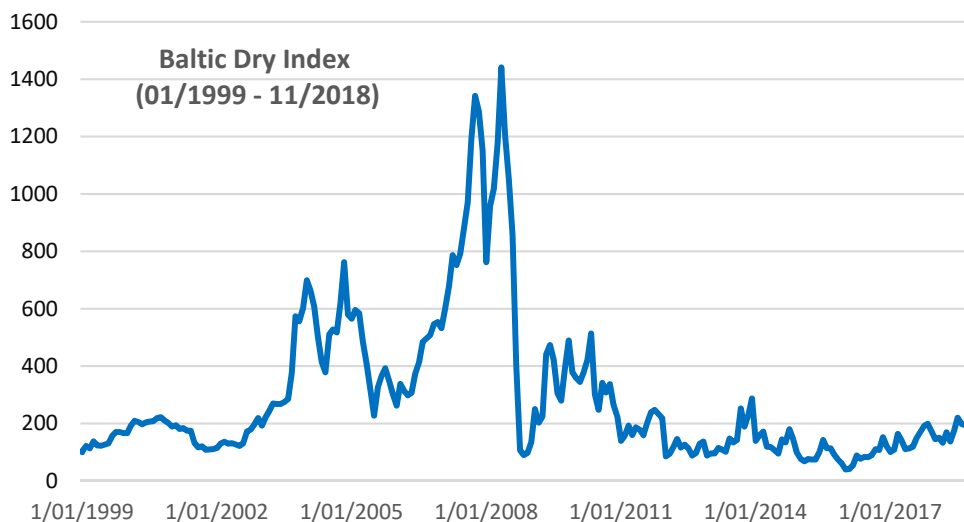
Duidelijker dan uit de evolutie van het BBP blijkt uit de historische evolutie van de industriële productie hoe verwoestend de crisis van 2008-2009 is geweest en voor Japan nog is. Slechts in de Verenigde Staten ligt ze beduidend hoger dan begin 2008. Sinds begin 2015 stijgt de industriële output in de eurozone gestaag met een versnelling vanaf de lente 2017; de laatste waarnemingen wijzen echter op een aarzeling. Het peil van begin 2008 werd nog altijd niet overschreden. Ook in Japan stijgt de industriële productie sinds midden 2016. De maxima van voor de crisis 2008-2009 zijn echter ver weg.

In de Verenigde Staten bereikte de industriële productie begin 2018 een nieuw historisch maximum. Sindsdien is er sprake van een eerder zijdelings verloop.

De industriële productie in de eurozone en Japan hinkt nog steeds achterop vergeleken met de toestand van voor de crisis 2008-2009, maar is sinds een paar jaar duidelijk opwaarts gericht. In de Verenigde Staten was de groei van 2009 tot begin 2015 sterk. Na de dip van 2016 stijgt ze gestaag. Voor 2019 spreekt de consensus van een stabiele tot licht dalende industriële output in de drie beschouwde regio's.

1.2.3. De Baltic Dry index

Deze index meet de evolutie van de vrachttarieven in de bulkscheepvaart. Hij heeft het voordeel objectief te zijn: de tarieven worden immers bepaald op basis van het aanbod van scheeps capaciteit en de vraag ernaar. Als de economie wereldwijd goed boert, stijgt de vraag naar capaciteit en omgekeerd. Daarom is de Baltic Dry Index een goede waardemeter voor het correct inschatten van de toekomstige wereldwijde groei en productie.

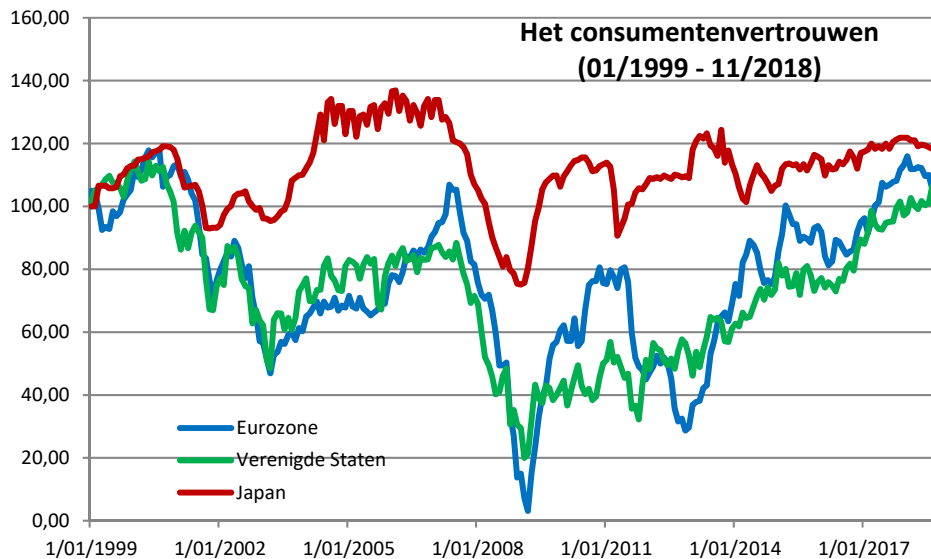


Over een periode van bijna 20 jaar is de evolutie van deze index per saldo weliswaar positief (hij verdubbelt bijna), maar in reële termen (d.w.z. rekening houdend met de geldontwaarding) is er nauwelijks groei. Bovendien kent deze index bijzonder sterke fluctuaties. De piek van midden 2008 ligt bv. 15 keer hoger dan het indexniveau van begin 1999 of begin 2009. Ook op andere ogenblikken beweegt de Baltic Dry index extreem (zie de pieken in 2003-2005, begin 2010 en de opstoot begin 2014). Sinds de pieken van midden 2008 is de trend neerwaarts gericht. Voor een deel is dit het gevolg van het in de vaart brengen vanaf 2010 van nieuwe schepen, terwijl oudere minder snel tot de schroothoop worden veroordeeld. Aan de andere kant - en ondanks de opleving sinds begin 2017 - is het zwakke koersverloop vanaf 2011 een illustratie van het nog altijd trage wereldwijd economische herstel. Weliswaar zal de wereldhandel volgens het IMF in 2019 met 4,0% groeien, maar dit is een achteruitgang tegenover dit jaar (+4,2%) en vooral tegenover 2017 (+5,2%). Deze dalende, maar nog steeds positieve trend volstaat niet om de vrachttarieven de hoogte in te jagen. Nu de economische groei volgend jaar wereldwijd wat lager uitkomt, is het onwaarschijnlijk dat de Baltic Dry Index sterk stijgt.

De meest waarschijnlijke evolutie is dat de vrachttarieven voor bulkgoederen in 2019 rond de huidige niveaus blijven schommelen. Een fors herstel is onwaarschijnlijk: de wereldvloot groeit netto nog altijd aan en de grootste gebruiker van vracht capaciteit (China) zal een lagere groei kennen.

1.2.4. Het consumentenvertrouwen

Zo de industriële productie en de index van de tarieven in de bulkscheepvaart objectieve graadmeters zijn, is dit niet het geval met het consumentenvertrouwen. Deze maatstaf peilt naar gevoelens, naar de manier waarop huishoudens tegenover de gang van zaken in de economie aankijken, naar hun persoonlijke verwachtingen op het vlak van onder meer werkzekerheid, inkomen en spaarvermogen. Het spreekt vanzelf dat extreme gebeurtenissen zoals terroristische aanslagen er een impact op hebben. Het consumentenvertrouwen is een voorlopende indicator: als consumenten weinig vertrouwen in de toekomst hebben, zullen ze minder uitgeven wat op zijn beurt nefast is voor de economische groei. Achteraf zal dit dan o.m. in een dalende industriële productie tot uiting komen.



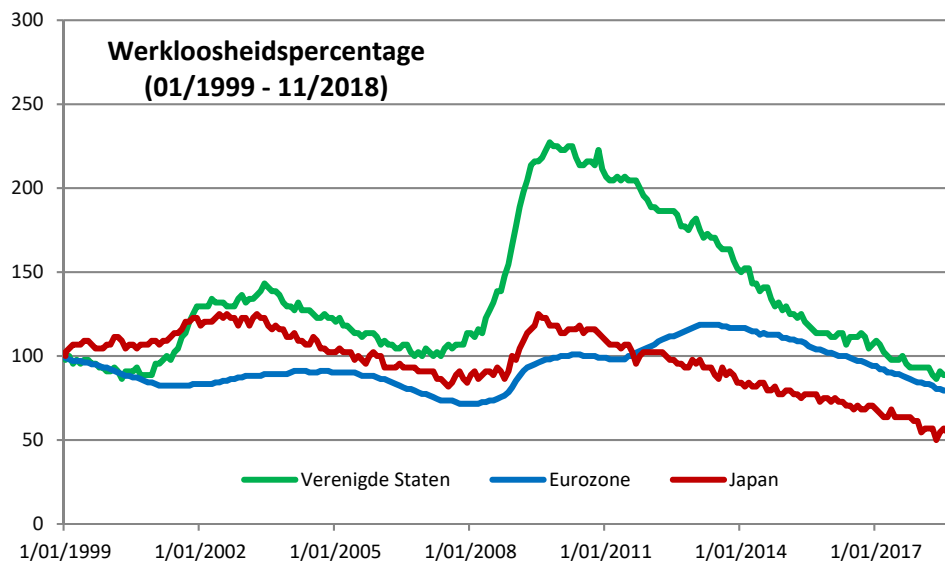
Daar waar het consumentenvertrouwen in de eurozone en in de Verenigde Staten sinds begin 2007 aan grote schommelingen onderhevig is, is de evolutie ervan in Japan per saldo eerder vlak. Ook in dit land is de impact van de diepe crisis van eind 2008 tot maart 2009 duidelijk merkbaar, maar het consumentenvertrouwen herstelde er zich vrij snel om zich vanaf dan gelijkmatig tot licht opwaarts te ontwikkelen. Actueel ligt het ongeveer 20 procentpunten hoger dan begin 1999, waarbij men echter niet uit het oog mag verliezen dat vanuit historisch oogpunt de stand begin 1999 vrij laag was. Sinds het dieptepunt van begin 2013 - toen de vrees bestond dat de eurozone zou springen - klimt het Europese consumentenvertrouwen gestaag hoger, met ook hier een versnelling begin 2017 die echter in de loop van dit jaar tot stilstand is gekomen. In de Verenigde Staten groeit het consumentenvertrouwen quasi in één lijn sinds de dieptepunten van einde 2008/begin 2009. Wat betreft de evolutie van het consumentenvertrouwen voor volgend jaar is de consensusverwachting dat de stabiliserende tendens in de eurozone en Japan zal doorzetten, terwijl in de Verenigde Staten een terugval wordt verwacht.

Een hoog blijvend consumentenvertrouwen zowel in de eurozone, in Japan als in de Verenigde Staten is in 2019 waarschijnlijk, al dient men er mee rekening te houden dat na de forse toename in de loop van de voorbije jaren een correctie mogelijk is.

1.2.5. Het werkloosheidspercentage

Een parameter die het consumentenvertrouwen negatief kan beïnvloeden, is het aantal werklozen en vooral hoe dit aantal zich op termijn ontwikkelt. Hoe hoger het percentage werklozen is, hoe groter de vrees zijn baan kwijt te geraken en hoe voorzichtiger men is wat betreft consumptie- of

investeringsuitgaven. Deze graadmeter loopt echter achter de feiten aan: aanwervingen gebeuren pas als er duidelijke signalen van een blijvend economisch herstel te zien zijn. Daarom is vooral de trend van belang. In de mate dat het werkloosheidspercentage maand na maand afneemt, blijkt de economie zich te herstellen, of omgekeerd.



Geïndexeerd met als basis 1 januari 1999 = 100 (een periode van hoogconjunctuur in de eurozone en in de Verenigde Staten), blijkt dat het werkloosheidspercentage einde november 2018 in de eurozone, en de Verenigde Staten niet zoveel verschilt. In beide regio's houdt de verbetering van de tewerkstelling aan, wat erop wijst dat de economie verder herstelt. Opnieuw springt Japan uit de band. Het werkloosheidspercentage in het land van de Rijzende Zon ligt einde november 2018 bijna 50% lager dan begin 1999. Maar i.p.v. vooral een uiting te zijn van een positieve economische gang van zaken, wijst de lage Japanse werkloosheidsgraad eerder op een rigide economie, waarbinnen het ontslag van een werknemer niet eenvoudig is. Niet toevallig is het vrijmaken van de arbeidsmarkt een belangrijk aandachtspunt van de huidige Japanse regering. Bovendien stijgt het aandeel gepensioneerden in Japan, waardoor de vervangingsvraag naar arbeidskrachten toeneemt.

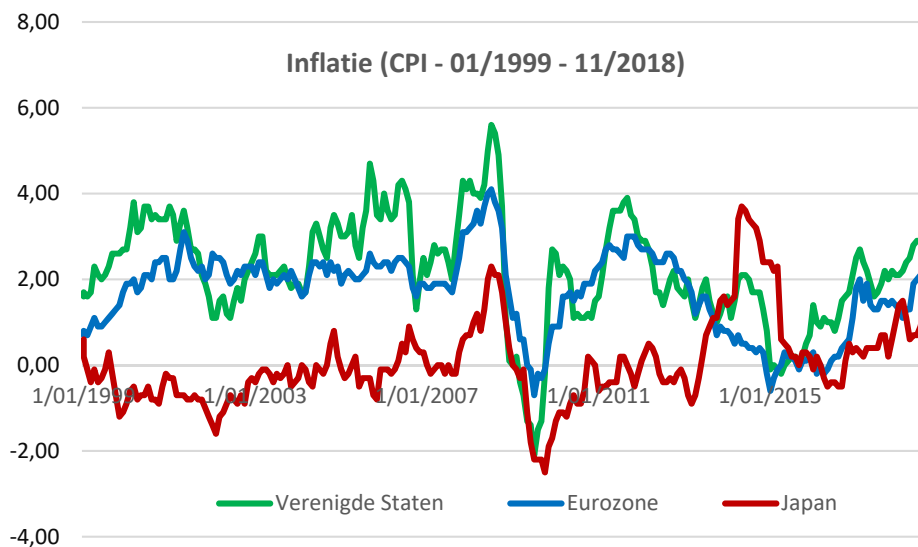
Omdat het werkloosheidspercentage een achterlopende indicator is (extra personeel wordt pas aangeworven nadat de economie duidelijk herstelt), zal ook in 2019 in de eurozone de arbeidsmarkt verder verbeteren, in die mate dat voor sommige beroepen bottlenecks optreden. Ook in de Verenigde Staten zal het officiële werkloosheidspercentage verder teruglopen, al is het toch afwachten hoe de economie de renteverhogingen verteert. Ondanks de zwakkere groei-vooruitzichten, zal het Japanse werkloosheidspercentage laag blijven. Het snel stijgende percentage gepensioneerden zorgt ervoor dat vrijgekomen plaatsen meteen worden ingenomen.

1.2.6. De consumptieprijzenindex

De stijging van het algemene prijzenpeil wordt gemeten a.h.v. de consumptieprijzenindex (CPI). Hoewel de methodologie voor het berekenen van de CPI gemakkelijk kan bekritiseerd worden², is hij een belangrijke economische indicator. Hij geeft als het ware de koortstoestand van een economie weer, waarbij een sterk stijgende waarde duidt op oververhitting en dus op een gebrek aan economisch evenwicht. Maar ook een lage of negatieve waarde is geen goed nieuws; men spreekt dan

² Welke goederen en diensten worden in de korf opgenomen, welke niet? Op welke basis gaat men over tot aanpassingen? Moet de korf voor een minder vermogend gezin dezelfde zijn als voor een welstellend?

van deflatie. Dit duidt er evenzeer op dat het evenwichtspunt is verlaten en dat de economie in een negatieve spiraal kan terecht komen: als de verwachting is dat de prijzen dalen, heeft men er belang bij zijn uitgaven uit te stellen; kopen in de toekomst is dan immers voordeliger. Hierdoor riskeert de economische activiteit terug te lopen. We herinneren eraan dat licht stijgende prijzen (de Fed en ECB hanteren een inflatiedoelstelling van 2% per jaar) een essentieel onderdeel zijn van de monetaire politiek. Licht stijgende prijzen hollen (overheids)schulden uit en zijn daarom een verdoken vermogensbelasting. Is er geen inflatie (zoals tijdens het grootste deel van de 19^{de} eeuw), dan daalt de koopkrachtwaarde van schulden niet. Het terugbetalen ervan - zelfs al is de rente ultra laag - is op dat ogenblik een zware last.



Sinds begin 2009 volgt het prijzenpeil in de eurozone en de Verenigde Staten ongeveer hetzelfde parcours. Tijdens de periode van sterk economisch herstel (2009-2011), liepen de prijzen op tot bijna 4% in de Verenigde Staten en 3% in de eurozone. Van einde 2011 tot en met de lente van 2016 volgde een terugval. Sindsdien lopen de consumptieprijzen weer op, al blijkt de opwaartse trend recent om te buigen als gevolg van een aantal terugvallende grondstoffenprijzen (olie en sommige metalen). Dat is ook in Japan actueel het geval, al dient hierbij opgemerkt te worden dat dit land van juli 2013 tot juli 2014 een inflatieopstoot meemaakte, veroorzaakt door de forse stijging van het basis Btw tarief. Voor 2019 is de consensusverwachting dat het inflatieritme zowel in de eurozone (1,6%/jaar), de Verenigde Staten (2,3%/jaar) als Japan (1,4%/jaar) ongeveer hetzelfde blijft als vandaag. Een bepalende factor voor het correct inschatten van het toekomstige inflatiepeil is de evolutie van de grondstoffenprijzen. Zoals hoger aangestipt, is het onwaarschijnlijk dat indien de wereldeconomie verder stoom aflaat, de grondstoffenprijzen aantrekken. Wat lonen en salarissen betreft, zijn de tendensen niet gelijk. Enerzijds is er grote vraag naar allerlei specialisten (IT, financiële beroepen, ambachtshandwerkers...), maar aan de andere kant zorgen de snel om zich heen grijpende automatisering en de toevloed van heel wat lager geschoolde of ongeschoolde werknemers (vaak migranten) voor enig tegengewicht. De tweedeling waarbij specialistische beroepen er duidelijk op vooruitgaan en ongeschoolden tegen het minimumloon werken, komt op die manier dichterbij. Het protest van de 'gele hesjes' is een uiting hiervan.

De terugkeer naar wat centrale banken een gewenst inflatiepeil van 2% per jaar noemen, is quasi een feit in de eurozone en de Verenigde Staten. In Japan slaagt de centrale bank tot nog toe niet in dit opzet. Op middellange termijn is het waarschijnlijk dat inflatie - gedreven door de overmatige geldcreatie - verder doorstoot, richting 3 à 4% op jaarbasis. Naar alle waarschijnlijkheid, zal dit echter nog niet in 2019 het geval zijn.

1.2.7. De rente op de korte tot de heel lange termijn

De rente is een van de belangrijkste instrumenten van het economische beleid. Een centrale bank zal de korte rente laag houden indien ze de activiteit wil aanzwengelen en omgekeerd te werk gaan indien haar bedoeling is oververhitting te voorkomen. Het niveau van de lange rente is bepalend o.a. voor het bedrijfsleven dat hiermee rekening houdt voor het al dan niet plannen en uitvoeren van grote investeringen. Maar de lange rente is ook van belang voor private en institutionele spaarders; op lange termijn verwachten die als vergoeding voor het ter beschikking stellen van kapitaal een rente van zowat 2% bovenop het inflatiecijfer. Onderstaande tabel geeft de rente weer voor verschillende looptijden van overheidseffecten (in procent, op 18 december 2018) en dit voor de eurozone (Duitsland), voor Japan en voor de Verenigde Staten.

Rente	1 jaar	2 jaar	5 jaar	10 jaar	30 jaar
Eurozone (Duitsland)	-0,67	-0,64	-0,34	0,28	0,91
Japan	0,00	0,01	0,06	0,22	0,82
Verenigde Staten	2,90	2,96	2,87	2,98	3,05

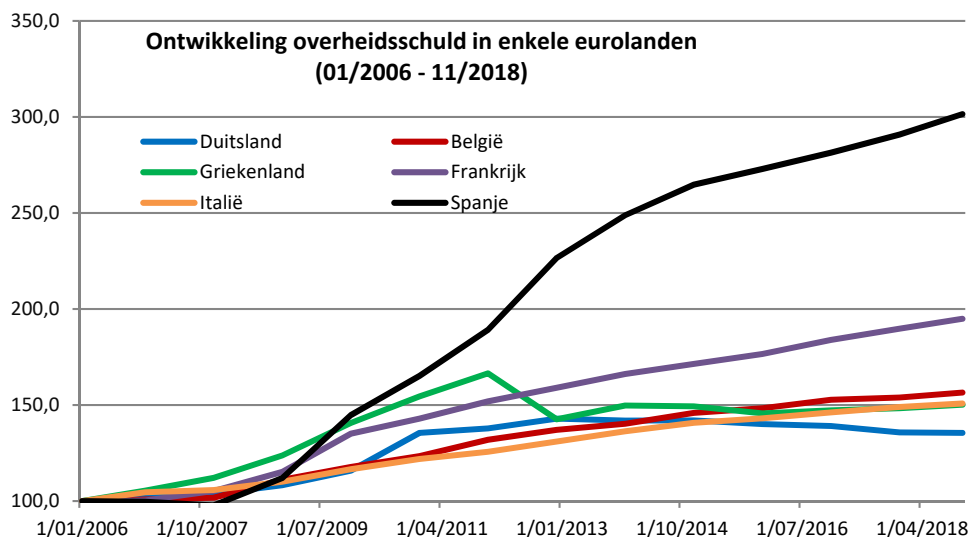
Rekening houdend met de verwachte inflatiepercentages voor volgend jaar (zie vorig punt), is het duidelijk dat de rentevergoedingen op korte tot heel lange termijn - met uitzondering van de Verenigde Staten - hiermee niet of nauwelijks rekening houden. Integendeel, de rente op korte tot middellange termijn wijst eerder op een dalend prijzenpeil. Gelet op de fenomenale geldcreatie in de eurozone, Japan en in de Verenigde Staten, zijn dit merkwaardige vaststellingen. Het is alsof het er niet toe doet hoeveel geld een centrale bank in omloop brengt: de rente blijft extreem laag. **Dit onderstreept de primordiale rol van de grote centrale banken**, die zich hoe dan ook verplicht zien de rol van repressie-agent te blijven spelen. Immers, mochten ze de rente normaliseren, dan zouden de overheidsfinanciën in de kortste keren in het honderd lopen en zouden bedrijven en gezinnen in de problemen geraken wegens oplopende interestlasten. Hoe gevoelig dit ligt, blijkt onder meer uit de kritiek die president Trump op het rentebeleid van de Fed geeft. Door een negatieve beleidsrente te hanteren, trekt de ECB niet op de eerste plaats de kaart van het economische herstel, maar dient ze vooral de noden van de Europese overheden. Inderdaad, ondanks de verdere verbetering van de economische toestand en vooruitzichten, is de ECB niet van plan snel de korte rente op te trekken. Integendeel, ze blijft een negatieve depositorente van -0,40% minstens tot de herfst van volgend jaar hanteren. **Weliswaar beëindigt ze op 31 december 2018 het opkopen van obligaties, maar obligaties die vervallen zullen worden ingeruild voor andere.** Met andere woorden, haar balanstotaal daalt niet.

In de Verenigde Staten is de rente vergeleken met vorig jaar wel fors gestegen. Hier is echter iets eigenaardigs aan de hand: de rente op 5 jaar is lager dan die op 1 jaar. In het verleden is dit steeds een indicator geweest van een nakende economische terugval. **Omdat de groei van het BBP zich naar verwachting ook in 2019 doorzet - weze het tegen een lager tempo - mikt de consensus op een lange rente die volgend jaar beperkt aantrekt**, zowel in EUR, JPY als USD. In de Verenigde Staten zal de Fed de korte rente volgens consensus wellicht verder verhogen tot 3,00%, maar de Fed voorzitter heeft al aangegeven dat de evenwichtsrente bijna is bereikt. In de eurozone was tot voor kort sprake van een eerste renteverhoging in september 2019, maar Mario Draghi, voorzitter van de ECB, heeft recent laten uitschijnen dat het misschien begin 2020 wordt. **Wij zijn van mening dat van uitstel afstel komt**, en dat de korte rente in EUR nog lange tijd op het huidige ultra lage peil zal bivakkeren. Gelet op de economische en demografische vooruitzichten in Japan is het zowat uitgesloten dat de beleidsrente daar wordt verhoogd. Het verder toenemende renteverskil tussen enerzijds de Verenigde Staten en anderzijds de eurozone en Japan, zal er wellicht voor zorgen dat de USD nog wat meer verstevigt tegenover de EUR en de JPY, al dient men er rekening mee te houden dat ook de valutamarkten vooruit kijken; zo de Fed geen extra renteverhogingen doorvoert, zal de USD inleveren. Valutavoorspellingen zijn echter bijzonder lastig om maken, onder meer omdat het grootste gedeelte van de internationale kapitaalstromen bestaat uit verrichtingen met een niet-handelskarakter.

Volgens de consensusverwachting zal de korte rente in 2019 in de Verenigde Staten tot 3,00% worden verhoogd, maar niet zo in de eurozone of Japan. Aan de politiek van financiële repressie komt met andere woorden ook in 2019 geen einde.

1.2.8. De evolutie van de overheidsfinanciën

De overheden (inbegrepen de centrale banken) hebben wereldwijd alle registers open getrokken om de wereldeconomie eind 2008 - begin 2009 te behoeden voor een complete implosie. Ze zijn daarin geslaagd, maar de prijs die ze hiervoor dienden te betalen was een scherpe stijging van hun tekorten in combinatie met het oplopen van hun totale schuld. Vooral dit laatste baart zorgen; **een jaarlijks deficit kan men immers relatief snel terugdringen, de gecumuleerde schuld blijft echter aangroeien.** Onderstaande grafiek (bron: Eurostat) illustreert hoe de overheidsschulden in een aantal Europese landen sinds begin 2006 zijn gegroeid. Dit betreft geïndexeerde gegevens die uiteraard niets zeggen over de hoogte in absolute bedragen van de respectieve schulden. Wat vooral opvalt is de volgehouden, sterke stijging van de Spaanse overheidsschuld; sinds 2006 is die meer dan verdriedubbeld. De andere beschouwde landen doen het minder slecht, al stijgt ook de Franse overheidsschuld aanzienlijk. Alleen in Duitsland is sprake van echte schuldafbouw. Griekenland - dankzij de kwijtschelding van een deel van zijn schuld in 2013 - heeft de infernale schuldenaangroei een halt kunnen toeroepen, maar de prijs die hiervoor werd betaald onder de vorm onder andere van negatieve economische groei en torenhoge werkloosheid, is niet gering. Bovendien, sinds enkele jaren stijgt de overheidsschuld er opnieuw. Een bijzonder geval is Italië. Hoewel de schuldenaangroei er vergelijkbaar is met de Belgische en beduidend onder de Spaanse en Franse blijft, wordt dit land door de EU Commissie (EC) met de vinger gewezen omdat het zijn tekort in 2019 wil laten oplopen tot meer dan 2,0% van het BBP. Vanuit macro-economisch oogpunt is een hoger tekort echter verdedigbaar omdat de economische groei hierdoor wordt gestimuleerd. Voor een land waar de economische groei actueel quasi nul procent bedraagt, is dit geen onlogisch beleid. M.a.w. de kritiek vanuit de EC lijkt eerder ingegeven door onvrede over de zogenoemd populistische Italiaanse regering dan door valabele economische overwegingen.



Buiten de eurozone, zijn de Amerikaanse en Japanse overheidsschulden sinds 1992 meer dan vervijfvoudigd. In beide landen is bovendien sprake van een versnelling in de schuldenopbouw. In de Verenigde Staten omdat de Trump administratie begin 2018 een belangrijke belastingverlaging heeft doorgevoerd die de overheidsinkomsten onder druk zet; in Japan onder meer als gevolg van de zogenaamde Abenomics, een poging van premier Abe om de economie op een hoger toerental te brengen door de overheidsuitgaven sterk te verhogen. Hoewel de wereldeconomie ook in de loop van

2018 is blijven groeien, is het opvallend - enkele uitzonderingen niet te na gesproken (o.a. Duitsland en Zwitserland) - dat de totale schuldgraad maar blijft stijgen. Omdat ook de schulden van bedrijven en particulieren fors toenemen (vooral een gevolg van de ultra lage rentepolitiek van de centrale banken), drijft de wereld op een steeds groter wordende schuldenocean. Het is best mogelijk dat die de komende jaren nog groter wordt, maar dit doet de vraag hoe interesten en kapitalen in de toekomst respectievelijk betaald en afgelost zullen worden, alleen maar luider klinken.

Het jaarlijkse overheidsdeficit vermindert in de eurozone. De totale overheidsschuld groeit echter verder aan, met als belangrijkste uitzondering Duitsland. In Japan en de Verenigde Staten verslechteren de overheidsfinanciën verder. Deze trends zullen in 2019 niet keren.

1.2.9. De rol van de grote centrale banken

In de Inleiding hebben we al stil gestaan bij de rol van de grote centrale banken (GCB) eerst bij het bestrijden van de crisis 2008-2009, nadien bij het sterk verhogen van de geldmassa met de bedoeling de economie te stimuleren. Intussen kent ook de eurozone al bijna vijf jaar een onafgebroken economische groei, terwijl in de Verenigde Staten de expansie straks tien jaar telt. Dit zijn lange tot uitzonderlijk lange conjunctuurcycli. **De waarschijnlijkheid dat in 2019 of in 2020 een (lichte) recessie optreedt, is hierdoor groter geworden.** De beleidsrente noch van de ECB, noch van de Fed weerspiegelt echter die goede economische gang van zaken. De Amerikaanse centrale bank heeft haar basistarief weliswaar een aantal keren verhoogd, maar zelfs met 3,00% (de consensusverwachting voor eind 2019) ligt het nauwelijks boven het officiële inflatiecijfer. M.a.w. de reële rente (d.w.z. rekening houdend met inflatie) is voor ongeveer 2% negatief in de eurozone en ongeveer 0% in de Verenigde Staten. Op het hoogtepunt van de conjunctuurcyclus in beide economische zones, een merkwaardige toestand. De officiële uitleg van de GCB is dat de natuurlijke rentevoet (een rentevoet die de economie in evenwicht houdt, zonder oververhitting noch recessie) als gevolg van de grote spaaroverschotten wereldwijd gedaald is. Hogere rentevoeten zouden de groei versmachten. Het lijkt ons dat de oorzaken van de ultra lage tot lage rentevoeten elders moeten worden gezocht. Met name **de schuldgraad van bedrijven, gezinnen en de overheid is dermate opgelopen dat een normalisering van het rentepeil zou aanleiding geven tot een lawine aan wanbetalingen.** Je zou kunnen zeggen dat de GCB in 2008-2009 dankzij de ultra lage rente de wereldeconomie van een implosie hebben gered, maar vier, vijf jaar geleden 'vergeten' zijn de rentevoeten naar een normaal niveau op te trekken. Nu de economie afkoelt en de groeivoorzichten minder rooskleurig worden, is het hiervoor natuurlijk te laat. **Dit leidt tot de vraag wat de GCB gaan/kunnen doen wanneer ze geconfronteerd worden met meer dan een lichte recessie.**

i) Zo de economie beduidend achteruitgaat, ligt het voor de hand dat **kwantitatieve versoepeling** (het opkopen in massa van obligaties allerlei) **opnieuw op het programma staat.** Echter, het grote nadeel hiervan is dat deze maatregel niet altijd het algemene belang dient. In het algemeen kan men stellen dat hij vooral ten goede komt aan gezinnen met een bovengemiddeld vermogen omdat de prijzen van aandelen en vastgoed erdoor opwaarts worden gedreven. Het grootste gedeelte van de bevolking kan hiervan niet genieten en valt dus uit de boot.

ii) Op het economisch symposium van Jackson Hole (Verenigde Staten) in augustus 2016 georganiseerd door de Fed brak M. Goodfriend, professor aan de Carnegie Mellon universiteit, een lans voor het invoeren van een diep negatieve beleidsrente door de GCB. Dit pleidooi werd overgenomen door de ECB (ECB Constancio Colloquium van 16/05/2018) en door het IMF (IMF Working Paper WP/18/191 van augustus 2018). De achterliggende gedachte is dat bedrijven en consumenten die bij negatieve economische vooruitzichten voorzichtiger worden, moeten gedwongen worden toch meer te spenderen om zo de economische motor op een hoger toerental te krijgen. Echter, een diep negatieve rente (denk aan -3% of -4%) kan slechts tot dat doel leiden indien bedrijven en consumenten geen

vluchtwegen hebben. De eerste evidente vluchtweg is baar geld. Als je op een spaar- of zichtrekening per jaar minstens 3% verliest, dan haal je natuurlijk je geld van die rekening en zet je het om in cash. Het bewaren van cash komt niet gratis (je hebt misschien een brandkoffer nodig), maar vanaf een relatief klein bedrag is dit onder die omstandigheden een rendabele investering. De logica van diep negatieve rentevoeten impliceert dus dat baar geld wordt afgeschaft, laat staan het bezit ervan beduidend duurder gemaakt, bv. door het afhalen ervan te belasten of door transacties die cash worden betaald aan een hoger btw tarief te onderwerpen. Dit is een hele weg te gaan en zal op heel wat tegenstand stuiten onder meer bij senioren, maar zonder deze maatregelen kunnen de GCB geen diep negatieve rentevoeten opleggen. Niettemin, **zo de wereld een nieuwe zware economische crisis kent, zullen dergelijke ingrepen wellicht werkelijkheid worden.**

iii) Wanneer de overheid zich niet langer op de normale manier kan financieren door het plaatsen van obligaties bij institutionele beleggers en het grote publiek, kan ze zich wenden tot haar centrale bank (CB) met de vraag de vers uitgegeven obligaties systematisch op te kopen. Dit heet monetaire financiering van de overheid omdat ze met door de CB vers gecreëerd geld, meteen allerlei uitgaven doet, van courante werkingsuitgaven zoals het betalen van haar ambtenaren, tot het uitvoeren van grote infrastructuurwerken. Groot nadeel van deze werkwijze is dat de geldvoorraad snel verhoogt, waardoor de inflatie uit de pan kan swingen. Venezuela is in dit verband een voorbeeld. De inflatie bedraagt er 180,9% op jaarbasis (november 2018) omdat de Banco Central de Venezuela tegen een nooit gezien tempo bankbiljetten drukt om de overheid in staat te stellen haar verkiezingsbeloften waar te maken. Met andere woorden, wat in Venezuela gebeurt, is volledig in overeenstemming met de economische handboeken die stellen dat monetaire financiering uitmondt in hyperinflatie. Maar... de BoJ doet net hetzelfde. Die koopt in massa nieuwe en bestaande Japanse overheidsobligaties op, zonder dat de inflatie in dat land beduidend stijgt. Integendeel, die blijft eerder te laag (zie punt 1.2.6.). **Daarom stellen sommige economen dat monetaire financiering toch mogelijk is zo aan bepaalde voorwaarden is voldaan**, bv. wat betreft demografische evolutie en het op termijn vernietigen door de BoJ van de eerder gekochte overheidsobligaties. Zo de wereldeconomie negatief evolueert, is het dus mogelijk dat ook monetaire financiering op grotere schaal wordt toegepast dan tot nog toe het geval is.

iv) De Zwitserse Nationale Bank (SNB) bewandelt - naast de hoger vermelde - nog een ander monetair pad. Met de bedoeling de koers van de CHF om redenen van competitiviteit niet te veel te laten oplopen tegenover EUR en USD, verkoopt ze CHF tegenover EUR en USD. Als gevolg hiervan stijgen haar EUR en USD tegoeden. In een klassiek scenario gebruikt een CB die vreemde valuta om in dezelfde verhouding overheidsobligaties uitgedrukt in EUR en USD mee aan te kopen. Dat heeft ook de SNB een tijdje gedaan. Het moet echter zijn dat haar vertrouwen in dit overheidspapier niet onwankelbaar is, want sinds een paar jaar koopt ze met de verworven EUR en USD vooral Europese en Amerikaanse aandelen. Op dit ogenblik bestaat 21% van haar balans uit dergelijke activa; dit komt overeen met een bedrag van 158 miljard CHF (bron: SNB, per 30/09/2018). De balans zelf van de SNB is met 752 miljard CHF bijna even groot als het totale Zwitserse BBP. Ongeveer 57% van dit aandelenbezit bestaat uit 2.504 Amerikaanse aandelen met als grootste posten kleppers als Apple, Microsoft en Amazon (bron: SEC, Form 13F). Omdat de Europese Unie of de ECB geen verplichting opleggen om het detail van de aandelenposities te onthullen, is niet bekend waaruit het Europees aandelenbezit van de SNB bestaat. **Een CB die op dergelijke schaal in aandelen belegt, doet een aantal fundamentele vragen rijzen.** In welke mate is deze politiek verenigbaar met haar opdracht van stabiliteit en prudentie? Quid indien alle grote CB hetzelfde doen? Quid met inmenging in het beleid van de participaties? Zijn aandelen het nieuwe goud? Hoe op deze marktverstoring te reageren? Wat is de impact op macro-economisch vlak? Omdat participeren in bedrijven waardevoller is dan beleggen in overheidsobligaties, is de vraag of deze politiek net niet leidt tot het continu versterken van de CHF. **Kortom, wat de SNB doet, is het trekken van nieuwe monetaire krijtlijnen. De grote vraag is of de ECB en Fed ook die weg opgaan wanneer de economie in een recessie terecht komt.**

1.3. De vooruitzichten van de wereldeconomie voor 2019

Volgende tabel geeft het overzicht van de Bloomberg consensusprognoses wat betreft de wereldeconomie, consumptieprijsen, rente-evolutie en wisselkoersen in 2019 en vergelijkt die met de prestaties in 2017 en 2018 en de verwachtingen voor 2020 (cijfers op het einde van ieder jaar).

	Groeï BBP (in %)			
	2017	2018	2019	2020
China	6,9	6,6	6,2	6,0
Eurozone	2,4	1,5	1,6	1,5
Japan	1,7	1,0	1,1	0,8
Verenigde Staten	2,2	2,9	2,6	1,9
	Consumptieprijsen (in %)			
China	1,6	2,2	2,4	2,3
Eurozone	1,5	1,8	1,7	1,7
Japan	0,5	1,0	1,2	1,5
Verenigde Staten	2,1	2,5	2,3	2,3
	Basisrente centrale bank (in %)			
China	2,68	2,90	2,71	2,35
Eurozone	0,00	0,00	0,10	0,55
Japan	-0,10	-0,10	0,00	0,00
Verenigde Staten	1,50	2,50	3,00	3,00
	Rente overheidsobligaties op 10 jaar (in %)			
China	3,90	3,48	3,33	3,04
Eurozone	0,42	0,55	0,95	1,32
Japan	0,05	0,12	0,16	0,17
Verenigde Staten	2,41	3,20	3,45	3,47
	Wisselkoersen			
EUR/USD	1,20	1,16	1,23	1,26
EUR/JPY	135,28	130,00	134,50	131,00
USD/CNY	6,51	6,93	6,79	6,62

1.4. Besluit

Volgens de consensus wordt 2019 opnieuw een goed economisch jaar, maar minder goed dan dit jaar of 2017. Deze visie houdt rekening met de duur van de huidige expansiefase, met het feit dat de Amerikaanse fiscale stimuli geleidelijk aan hun impact verliezen, met de nog steeds niet opgeloste handelsperikelen vooral tussen China en de Verenigde Staten, en met de gevolgen van de Brexit. De inflatie blijft ongeveer gelijk. Het gevolg is dat de Fed volgend jaar volgens consensus slechts twee extra renteverhogingen zal toepassen, terwijl noch de BoJ, noch de ECB hun ultra lage tarief zullen optrekken. Met andere woorden, de politiek van financiële repressie wordt verder gezet. Dit is niet alleen een gevolg van de zwakkere economische groei, maar is ook noodzakelijk gelet op het hoge en nog steeds verder stijgend schuldenniveau van bedrijven, gezinnen en overheden. Die ontwikkeling is een grote zorg voor de toekomst.

DEEL II - DE VOORUITZICHTEN VAN DE GROTE ACTIVAKLASSEN

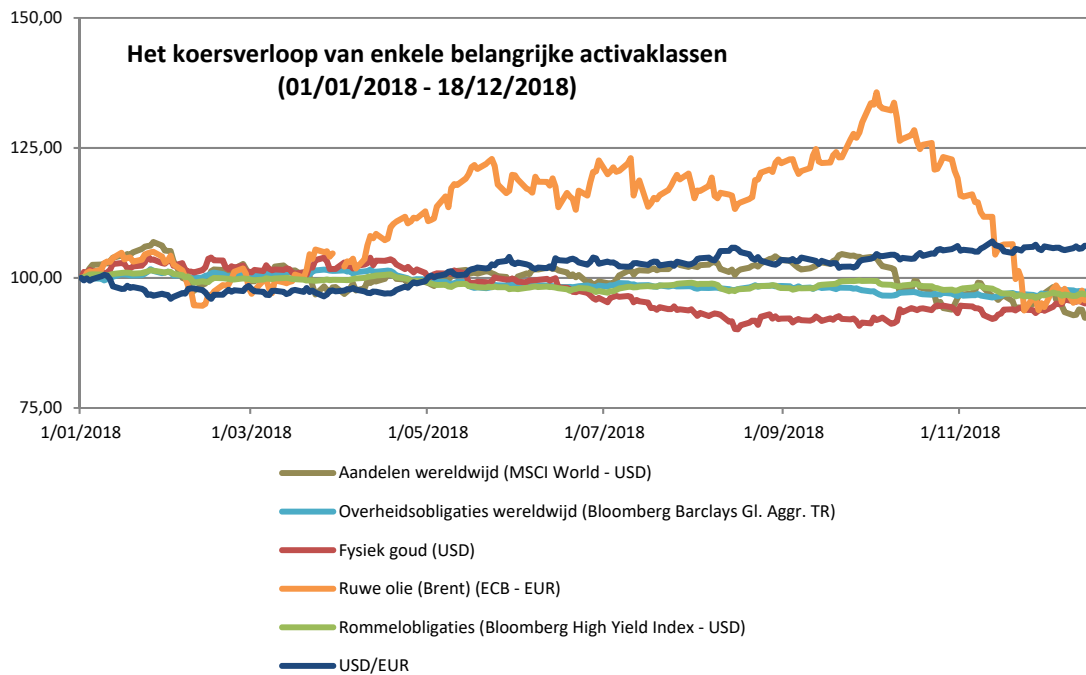
2.1. Jaar van loutering

Tussen half december en begin januari kijken veel financieel analisten vooruit naar wat het volgende jaar van de financiële markten te verwachten. Deze vooruitzichten zijn goed onderbouwd, want steunen op de winstvooruitzichten van bedrijven, op de verwachte ontwikkeling van een reeks macro economische variabelen (groei BBP, inflatie, werkloosheid...) en trachten zoveel mogelijk rekening te houden met de uitzonderlijke politiek van de grote centrale banken (de financiële repressie). In de loop van 2018 bereikten een hele reeks aandelenindices nieuwe historische maxima. **Sinds begin oktober is de positieve trend echter gekeerd**, zodat midden december 2018 de Amerikaanse indices hun jaarwinst hebben kwijt gespeeld en de Europese en Aziatische op zwaar verlies staan. Vastrentende waarden scoren eveneens slecht, waarbij rommelobligaties de negatieve uitschieter zijn. Ook de prijs van een aantal grondstoffen met op kop ruwe olie en koper kennen een negatief rendement. Tenslotte blijkt ook de vastgoedmarkt in diverse landen over haar hoogtepunt heen. **Nochtans zijn de wereldwijde economische vooruitzichten voor dit en volgend jaar nog steeds vrij goed** (zie hoger).

De reden dat 2018 voor veel beleggers op een ontgoocheling is uitgedraaid en dat de omstandigheden op de financiële markten ook volgend jaar uitermate volatiel blijven, is onlosmakelijk verbonden aan de veranderende monetaire politiek van de GCB. Hoewel we niet verwachten dat de basisrente volgend jaar wordt verhoogd om reden van de almaar stijgende schuldgraad, is de *gamechanger* de beëindiging per 31 december van dit jaar van de kwantitatieve versoepeling (QE) door de ECB en de verwachting dat de BoJ daartoe in de loop van 2019 eveneens overgaat. Aangezien de Fed al in september 2017 een einde aan haar QE heeft gesteld, komt de extra-injectie van liquiditeiten langzaam tot stilstand. De financiële markten anticiperen hierop met als gevolg het dalende prijsverloop dat we sinds de herfst kennen.

Het lijkt er daarom meer en meer op dat **de periode van overdrijving op de financiële markten voorbij is en dat we nu een aantal kwartalen van loutering zullen kennen**; in statistische bewoordingen, de terugkeer naar het gemiddelde. Niettemin, juist omdat de wereldwijde economische groei wat afkoelt en we daardoor geen of weinig renteverhogingen zullen zien, **moeten we volgend jaar meer dan ooit op zoek naar rendement**. De geldmarkt, noch vastrentende beleggingen bieden in dit verband veel perspectief. In de volgende bladzijden geven we aan welke grote activaklassen toch kansen bieden.

De ontwikkeling in 2018 van enkele activaklassen blijkt uit de volgende grafiek (van 1 januari tot en met 18 december 2018). Met uitzondering van de USD die tegenover de EUR in 2018 6,2% won, leverden alle weerhouden activaklassen een negatief rendement af. Het minst slecht presteerden overheidsobligaties (-2,6%), het slechtst aandelen (-7,6%). Bijzonder is de koersontwikkeling van ruwe olie: na een quasi onafgebroken stijging met 35,7% tot begin oktober van dit jaar, volgde een ware ineenstorting om op 18 december 4,3% te verliezen. Omdat de koersevolutie van de MSCI World, de overheids- en rommelobligaties en het fysieke goud in USD zijn uitgedrukt, ligt de prestatie van deze indices in EUR ongeveer 6% hoger, waardoor het eindresultaat voor een EUR belegger toch licht positief kan zijn.



Het gegeven dat risicoloos beleggen vandaag wordt beboet (zie de negatieve rente op bv. Duitse overheidsobligaties met een resterende looptijd van vijf jaar), **staat haaks op de financiële theorie**. Deze zegt namelijk dat men hoe dan ook een vergoeding moet krijgen indien men een bedrag voor een bepaalde termijn risicoloos belegt: men kan er immers niet meer over beschikken. Onder risicoloos beleggen wordt doorgaans verstaan het beleggen in kortlopende schatkistcertificaten. De rente die hierop wordt verdiend, vormt dan de minimale rente. Per definitie moeten meer risicovolle beleggingen een hoger rendement opleveren; dit is de vergoeding die men krijgt om risico te willen nemen. Stel dat de risicovrije rente gelijk is aan 2%, dan zal een overheidsobligatie van de beste kwaliteit met een resterende looptijd van vijf jaar bv. 4% opbrengen, een bedrijfsobligatie van middelmatige kwaliteit met eenzelfde resterende looptijd 6% en blue chip aandelen 8% (inclusief dividenden). Een portefeuillebeheerder die in dit voorbeeld een rendement voor kosten van bv. 2,5% op een gemengde portefeuille realiseert, zal dan zwaar onderpresteren.

Basisbegrippen uit de financiële economie zoals de Sharpe en informatieratio's of nog de moderne portefeuilletheorie (MPT) hanteren het concept 'risicoloze belegging met minimaal rendement' als hoeksteen om er een hele theorie op te bouwen. Echter, wanneer een risicoloze belegging geen rendement meer oplevert maar integendeel geld kost, verliezen deze theorieën ieder praktisch nut. Immers, een veilige belegging genereert dan 0% tot zelfs een negatief rendement: waarom zou iemand hierin nog willen beleggen? Het is dan veel logischer het geld op een zichtrekening te laten staan. Slechts indien men er vanuit gaat dat men een nog grotere gek kan vinden om de eigen belegging met negatief rendement duurder over te kopen (*'greater fool theory'*), kan men dergelijke belegging rationeel noemen³. Het is dan echter geen belegging meer, maar zuivere speculatie. Aangezien beleggers doorgaans rationeel handelen (behalve in perioden van grote onzekerheid zoals tijdens de crisis 2008-2009) kunnen hieruit de volgende besluiten worden getrokken.

³ Al dient dit genuanceerd: sommige institutionele beleggers zoals verzekeringsinstellingen en pensioenfondsen worden door de overheid verplicht in overheidsobligaties te beleggen, zelfs al kennen die dus een negatief eindrendement. Dit kan de solvabiliteit van die instellingen op termijn in het gedrang brengen.

- i) De politiek van monetaire repressie ondergraaft de belangrijkste financiële theorieën.
- ii) Aangezien beleggen met de bedoeling een negatief totaalrendement te realiseren indruist tegen iedere (economische) logica, dwingen de grote centrale banken beleggers tot het nemen van meer risico, d.w.z. ze dwingen beleggers te kiezen voor meer volatiele activaklassen dan anders wellicht het geval zou zijn.
- iii) De curve die het totaalrendement afzet tegenover het genomen risico, verschuift naar beneden: voor een conservatieve belegger is geen kapitaalverlies lijden al een succes, terwijl meer risicotolerante beleggers genoeg moeten nemen met veel lagere totaalrendementen.

Het langjarig historische rendement van aandelenbeleggingen (gemiddeld ongeveer 9% per jaar inclusief dividenden, maar zonder verrekening van inflatie) **is niet langer realistisch**. De monetaire politiek van de GCB culminerend in ultra lage rentevoeten en een nog steeds ruime liquiditeitsvoorziening (ondanks het einde van QE), blijft de normale marktwerking verstoren. Daarom is de kernvraag hoe de grote activaklassen onder deze uitzonderlijke omstandigheden in 2019 zullen evolueren. **Blijft de ultra lage rente de orkestleider of weegt de vrees voor een sterkere economische terugval zwaarder?**

2.2. Geldmarktbeleggingen

De Fed heeft in 2018 de beleidsrente vier keer verhoogd tot een tarief van 2,50%. Jerome Powell, voorzitter van de Fed, heeft laten verstaan dat er in 2019 maximaal twee bijkomende verhogingen van ieder 0,25% mogelijk zijn. **De korte USD rente zou hierdoor per 31/12/2019 uitkomen op 3,00%**. Dit is echter in het kader van een vrij positief economisch scenario, met andere woorden de handelsoorlog met China moet binnen de perken blijven en de economische verzwakking mag niet te uitgesproken zijn. **Hoe dan ook blijven de Verenigde Staten het buitenbeentje wat betreft monetaire politiek**. De Fed heeft het nul rentetarief duidelijk verlaten. Hierdoor beschikt deze CB - in tegenstelling tot de BoJ of de ECB - over meer 'munitie' wanneer de groei van het BBP verzwakt.

Hoewel de economieën van de eurozone en die van Japan dit jaar goed hebben gepresteerd, zijn de respectievelijke centraal bankiers niet van plan de korte rente te verhogen. De ECB besliste slechts tot het stopzetten per 31 december 2018 van haar QE (maar vervallende obligaties in haar bezit worden vervangen door nieuwe, zodat haar balanstotaal niet vermindert). Met andere woorden, het normaliseren van de ECB balans blijft verre toekomstmuziek. Ook de BoJ koopt verder allerlei effecten op, van overheidsobligaties, over beursgenoteerde aandelen tot vastgoedtrusts, al heeft ze laten verstaan dat ze in de loop van volgend jaar overweegt om hieraan een einde te stellen. **De consensusverwachting voor einde 2019 wat betreft het korte tarief voor de eurozone en Japan, is resp. 0,10% en 0,00%**, m.a.w. in de loop van 2019 wordt slechts een marginale ingreep van 0,10% verwacht zowel voor de ECB als de BoJ. **Gelet op het inflatiepeil dat voor de eurozone en Japan voor volgend jaar geschat wordt op resp. 1,7% en 1,2% betekent dit dat de reële rente nog steeds beduidend negatief is.**

Wat betreft de particuliere belegger, blijft er het alternatief van hoogrentende spaarboekjes. Op 17 december 2018 is het op die wijze mogelijk een bruto rendement binnen te halen van 1,20% (BeoBank Step Up Spaarrekening, mits het naleven van een aantal beperkingen). Dankzij de fiscale vrijstelling van de roerende voorheffing tot een interestinkomen van 960 EUR per persoon en per instelling (inkomsten 2018), is voor veel spaarders dit bruto bedrag ook een netto bedrag. **Dergelijke rendementen zijn aantrekkelijk vergeleken met deze van termijnrekeningen of obligaties** (zie verder), waarop steeds de roerende voorheffing (RV) van 30% van toepassing is. Anderzijds mag men niet uit het oog verliezen, dat zelfs 1,20% netto opbrengst niet volstaat om het Belgische inflatieritme van meer dan 2% goed te maken.

Besluit

De ECB en de BoJ zullen de beleidsrente in 2019 volgens consensus met 0,10% verhogen tot resp. 0,10% en 0,00%. De Fed zal de korte rente tegen einde 2019 wellicht optrekken tot 3,00%. Liquiditeiten (EUR, JPY, USD) belegd op spaarboekjes, op termijnrekeningen, in kasbons of in tak 21 verzekeringen moeten daarom niet worden gezien als rendementsgeneratoren, maar als veilige havens. In de huidige omstandigheden kiezen voor deze grote activaklasse, is dus op de eerste plaats kiezen voor kapitaalbescherming, niet voor rendement.

2.3. Vastrentende beleggingen op halflange en lange termijn (obligaties)

2.3.1. Obligaties in EUR

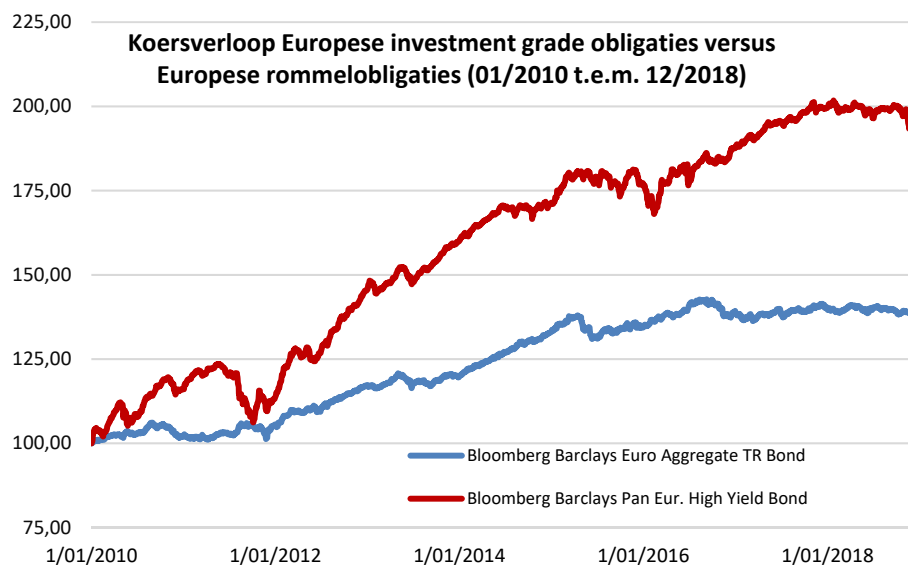
In theorie is de rente op overheidsobligaties op 10 jaar (lange rente) van de beste kwaliteit gelijk aan een reële risicovergoeding van ongeveer 2% verhoogd met de inflatievooruitzichten. Dit leidt actueel tot een theoretische lange rente van 3,7% voor de eurozone, van 3,2% voor Japan en van 4,3% voor de Verenigde Staten. **In de realiteit is ze echter beduidend lager: 0,28% voor de eurozone (Duitsland), 0,22% voor Japan en 2,98% voor de Verenigde Staten.** Met andere woorden, slechts de Amerikaanse lange rente komt enigszins in de buurt van het theoretische niveau. **Deze gang van zaken is het gevolg van de marktversturende monetaire politiek van de GCB (zie hoger).** Ze zorgen ervoor dat de rente abnormaal laag blijft tot zelfs negatief is, ook voor landen waar de economie flink groeit. Na verrekening van de verwachte inflatiestijging, is de reële rentevergoeding voor EUR obligaties voor alle looptijden tot 30 jaar negatief. **Als gevolg van de afzwakkende economische groei en het voortdurende ultra lage rentebeleid van de ECB (zelfs al eindigt op 31 december 2018 het bijkomend opkopen van overheidsobligaties), zal hierin in 2019 geen verandering komen.** Integendeel, in de mate dat de BBP groeivoorzichten verder zouden verslechteren, zal de lange rente verder dalen.

De wat minder goede economische vooruitzichten zullen de koersen van overheidsobligaties in EUR van de beste kwaliteit in 2019 ondersteunen. Niettemin zijn het nog steeds geen aanraders omdat hun reëel rendement (d.w.z. na verrekening van de inflatie) negatief is.

De consensusverwachting voor de nominale opbrengst (d.w.z. zonder rekening te houden met de geldontwaarding) van Duitse tienjarige overheidsobligaties (interestcoupon + meer/minderwaarde) is per einde 2019 met +0,10% licht positief. Deze prognose houdt rekening met een wat afnemende economische groei zowel in de eurozone als daarbuiten. Zou deze zwakkere groei omslaan in een heuse recessie en/of zouden ontwrichtende gebeurtenissen optreden, dan zullen Duitse *Bunds* nog meer dienst doen als veilige haven, wat zal leiden tot nog lagere (lees 'negatievere') rendementen en hogere koersen. Wat de Zuidelijke eurolanden betreft, is de consensus dat de interventies van de ECB ook daar de lange rente laag zullen houden, weze het op een wat hoger niveau dan voor landen als Duitsland en Nederland. Deze verwachtingen steunen op de overtuiging dat de ECB bij machte is het renteverloop ook op de lange termijn naar haar hand te zetten, o.m. dankzij het opkopen vanaf 1/1/2019 van euro-obligaties om de vervallen stukken in haar bezit te vervangen. Anderzijds, er is een grens aan wat een centrale bank kan doen om het economische gebeuren te beïnvloeden; **de 'maakbaarheid' van de financiële toekomst is beperkt.** Specifiek wat de eurozone betreft, is de eenheidsmunt onderhevig aan middelpuntvliedende krachten onder andere wat betreft het sociale beleid en de economische politiek in ieder euroland. Volgend jaar kan op dit vlak een aantal verrassende ontwikkelingen zien onder meer in Frankrijk en Italië.

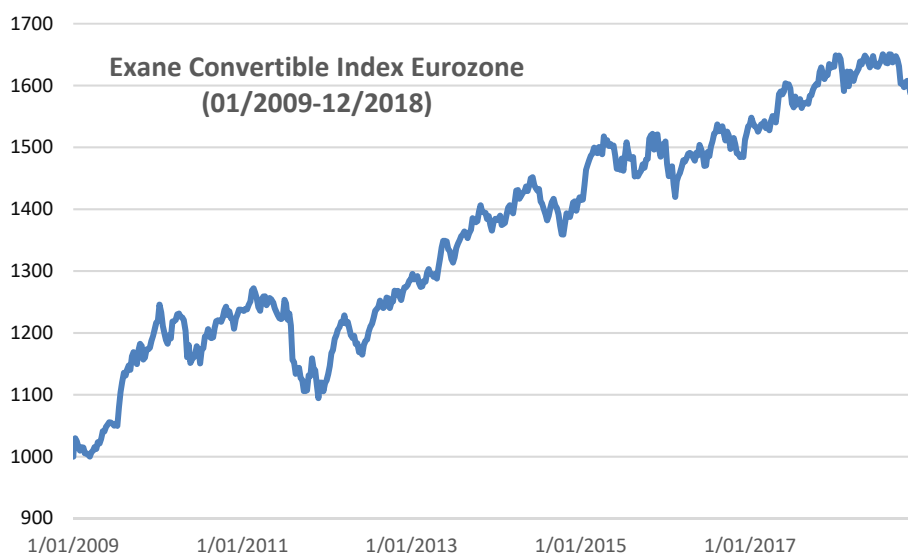
Het obligatielandschap is verscheiden. Bedrijfsobligaties (investment grade) en rommelobligaties hebben sinds het losbarsten van de financiële crisis een ander parcours afgelegd dan

overheidsobligaties van topkwaliteit. Eerst werden deze stukken geslachtofferd in een onstuitbare vlucht naar de schijnbaar veilige haven van overheidsobligaties van de beste kwaliteit. Nadien - toen beleggers zich realiseerden dat de overheden de economie voor een complete meltdown gingen behoeden - herstelden ze spectaculair. Vandaag noteren bedrijfsobligaties nog steeds duur, terwijl rommelobligaties de jongste maanden fel zijn verzwakt (zie grafiek hieronder - Bloomberg Barclays Global Euro Aggregate TR Bond Index en Bloomberg Barclays Pan European High Yield Bond Index). Vooral rommelobligaties hebben als gevolg van de politiek van monetaire repressie tot voor kort een mooi parcours afgelegd. Hierin komt echter tegen snel tempo verandering omdat heel wat bedrijven almaar meer moeite hebben om hun schulden te (her)financieren. Het gevolg zijn meer falingen, herstructureringen en schuldherschikkingen. **Rommelobligaties zijn gevaarlijke beleggingen omdat ze geenszins het gelopen risico vertolken.**



Achtergestelde, eeuwigdurende obligaties zijn een verhaal apart. Veelal uitgegeven door financiële instellingen, waren ze een van de grote slachtoffers van de financiële crisis. Stukken uitgegeven door banken die in de problemen geraakten, verloren zwaar of werden waardeloos. Bovendien respecteerden een aantal financiële instellingen de ongeschreven regel niet om op de tussentijdse vervaldag (doorgaans 5 of 10 jaar na uitgiftedatum) deze effecten tegen pari terug te kopen. Anderzijds gingen andere banken over tot vervroegde terugkoop. Ook hier doet de financiële repressie zich gevoelen: de politiek van ultra lage rente jaagt beleggers naar dit soort effecten - die weliswaar ook obligaties zijn - maar die een heel ander risicoprofiel kennen dan niet achtergestelde effecten van dezelfde emittent. **Hun huidig rendement vertolkt bijlange niet het risico dat ze vertegenwoordigen.** Zou de emittent in woelig vaarwater terechtkomen, dan liggen zware koersverliezen voor de hand.

Converteerbare obligaties van 'investment grade' kwaliteit genieten sinds 2009 enerzijds van de constante daling van de rentevoeten en anderzijds van de stijging van de aandelenmarkten (zie grafiek hieronder - Exane Convertible Index Eurozone). Tot zowat begin oktober 2018 noteerde deze index tegen historische topkoersen. Sindsdien is een correctie opgetreden - in sympathie met de zwakke beursevolutie - die deze index een kleine 10 procent heeft doen verliezen.



Niettemin noteren converteerbare EUR obligaties nog steeds heel duur. Hun interestcomponent is in veel gevallen marginaal geworden, zodat hun verder koersverloop vooral afhangt van het klimaat op de aandelenmarkten. Bovendien kopen veel bedrijven uitstaande convertibles met hoge interestcoupon vervroegd terug en vervangen die door goedkoper schuldpapier. Voor 2019 achten we hun potentieel niet groot, gelet op hun al hoge niveau koersniveau en de kans dat de beursmalaise voortduurt, laat staan verergert.

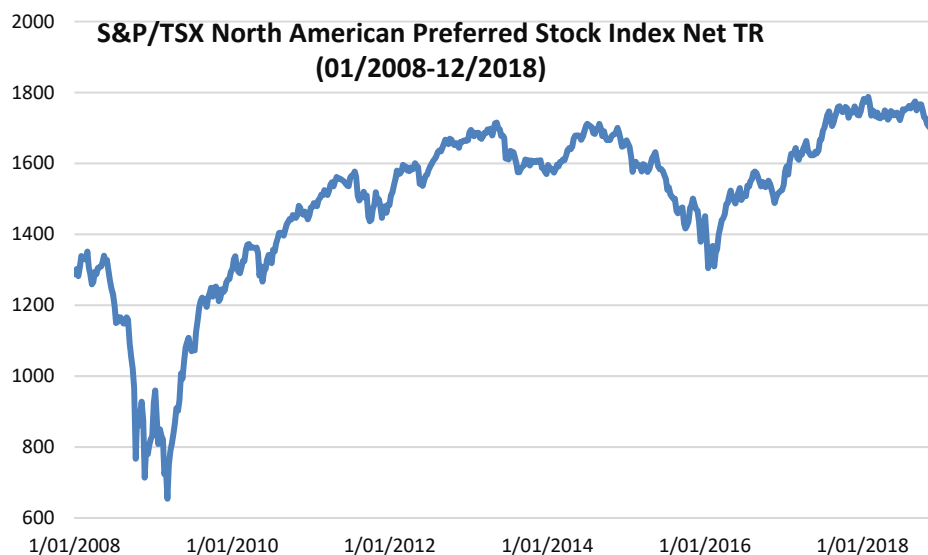
Wat betreft **inflatiegekoppelde obligaties** (*'Treasury Inflation Protected Securities'* of TIPS), gelden een aantal waarschuwingen. Op de eerste plaats hoeft voor deze obligaties - die bijna allemaal overheidsobligaties zijn - hetzelfde voorbehoud gemaakt te worden als voor iedere overheidsobligatie: de kwaliteit van de emittent primeert (de kwaliteit van een Duitse TIPS is beduidend beter dan die van een Griekse of Italiaanse...). Daarnaast volgen inflatiegekoppelde obligaties de schommelingen van het rentepeil. Tenslotte mag men niet vergeten dat de rentecoupon van inflatiegekoppelde obligaties afhankelijk is van het optreden van inflatie (de nominale coupon is veel lager dan die van een niet inflatiegekoppelde obligatie met dezelfde looptijd en uitgegeven door dezelfde emittent). **Het voorgaande geeft aan dat inflatiegekoppelde overheidsobligaties een extra risico kennen bovenop de risico's van klassieke overheidsobligaties:** het risico dat de inflatie niet stijgt, laat staan negatief wordt (deflatie) en men bijgevolg belegt in stukken met een lager rendement dan dat van klassieke overheidsobligaties. **Omdat inflatie en inflatieverwachtingen een grote rol spelen** voor de koersvorming van TIPS, **kennen deze stukken een meer volatiel verloop** dan gewone overheidsobligaties, uitgegeven door dezelfde soevereine staat en met dezelfde looptijd.

2.3.2. Obligaties in USD

De verwachting is dat de lange rente in USD in de loop van 2019 en in sympathie met de nog steeds groeiende economie wat verder oploopt om tegen het einde van het jaar rond 3,45% te schommelen. Indien deze consensusverwachting wordt bewaarheid, betekent dit dat alle Amerikaanse obligaties met koersverlies zullen geconfronteerd worden (wanneer de rente stijgt, dalen de koersen van bestaande obligaties). Amerikaanse obligaties zijn volgens de consensus daarom geen aanraders. **De consensusverwachting voor wat betreft de totale opbrengst van Amerikaanse overheidsobligaties op tien jaar ligt per einde 2019 rond 0,00%.** Dit impliceert dat de interestcoupon wordt opgegeten door verliezen als gevolg van dalende koersen. **We delen deze consensusverwachting niet.** Ook in de Verenigde Staten koelt de economie af met als gevolg dat het aantal renteverhogingen door de Fed uitermate beperkt zal zijn, terwijl tegen het einde van volgend jaar / begin 2020 misschien een eerste renteverlaging op het programma staat. **In deze context zijn Amerikaanse overheidsobligaties op 10**

jaar die actueel een rendement van net geen 3,00% kennen aantrekkelijke beleggingen. Hetzelfde geldt voor Amerikaanse bedrijfsobligaties van goede tot zeer goede kwaliteit (S&P's rating van minstens 'A'). Deze stukken leveren vaak een rendement op tussen 3,5% en 4% voor looptijden van ongeveer vijf jaar. Zou de USD rente op termijn dalen, dan zijn dit beloftevolle beleggingen. Opgelet! Voor een EUR belegger is er sprake van een valutarisico.

Een bijzonder type effecten dat vooral in de Verenigde Staten geliefd is, betreft preferente aandelen. Hoewel het vanuit juridisch oogpunt aandelen zijn, bezitten deze effecten heel wat eigenschappen van obligaties zoals een vaste looptijd en een vast rendement (ze hebben tegelijkertijd kenmerken van schuldinstrumenten en van eigendomstitels). Daarom behandelen we ze hier kort. Preferente aandelen zijn effecten die bevoorrecht zijn tegenover gewone aandelen (vandaar de naam) omdat ze bij de mogelijke liquidatie van het bedrijf dat ze heeft uitgegeven voor de gewone aandelen worden terugbetaald. Preferente aandelen kennen een vaste looptijd, betalen een dividend dat is vastgelegd als een percentage van de nominale waarde (doorgaans 25 of 50 USD per effect), kunnen eventueel worden omgezet in gewone aandelen, en kunnen door de emittent eventueel vervroegd worden terugbetaald.

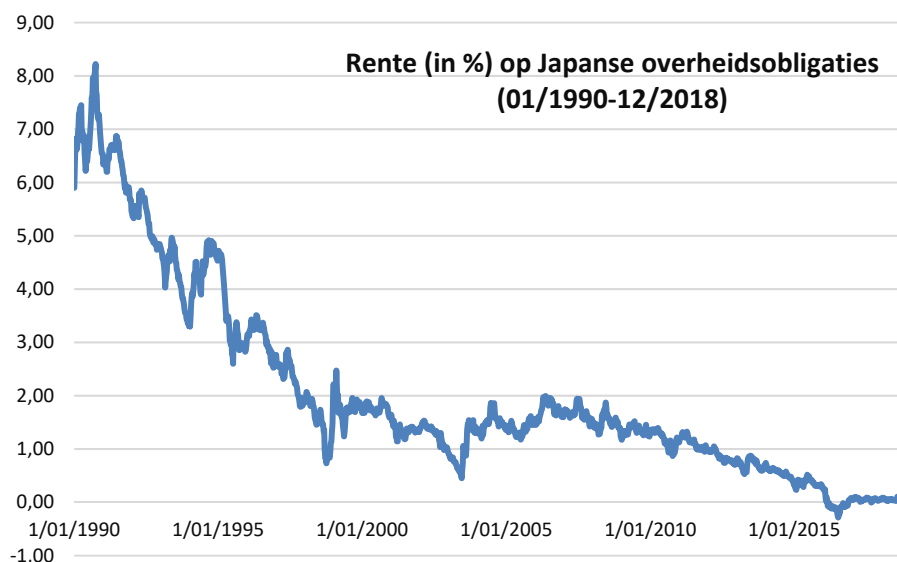


Preferente aandelen zijn voor veel beleggers een aantrekkelijk alternatief omdat ze een hoog rendement (dat vaak om het kwartaal wordt uitgekeerd) koppelen aan een wat minder volatiel koersverloop. De voorkeur gaat naar preferente aandelen die onder hun nominale waarde van doorgaans 25 of 50 USD noteren, die nog minstens enkele jaren lopen en die zijn uitgegeven door bedrijven met een goede kredietwaardigheid. Zoals de grafiek bovenaan aantoont, heeft de crisis van 2008-2009 ook hier voor tijdelijk zware koersverliezen gezorgd. **Daarom verdient het aanbeveling in dit type hybride obligaties uitsluitend via fondsen te beleggen.**

2.3.3. Obligaties in JPY

De Bank of Japan (BoJ) is de voorgaande jaren uitgegroeid tot de kampioen van de kwantitatieve versoepeling. Deze heeft in Japan niet alleen betrekking op de aankoop van overheidsobligaties, maar ook op die van aandelen en vastgoedfondsen. Officiële bedoeling hiervan is de economische groei aan te zwengelen door een gevoel van rijkdom te creëren (dankzij hogere beurskoersen - het zgn. 'wealth effect') en de inflatie permanent op een niveau van +/-2% te brengen zodat de consumptie wordt aangemoedigd. Tot nog toe heeft dit beleid niet de bedoelde gevolgen gehad. Hoewel de Japanse beursindices flink zijn gestegen en de inflatie wat is aangetrokken, blijft de economie met een percentage van rond 1% slechts matig groeien. **De realiteit is dat de BoJ niet anders kan dan Japanse**

overheidseffecten op te kopen, zo niet stevent het land op het faillissement af. Door Japanse overheidsschulden in steeds grotere mate op te kopen⁴ monetariseert ze de overheidsschuld. Dit betekent dat ze een steeds groter percentage van de overheidsuitgaven (zowel investeringen als courante uitgaven) financiert. Omdat de BoJ voor 55% in handen is van de Japanse overheid (het is net zoals de Nationale Bank van België een van de weinige centrale banken die op de beurs noteren⁵), komt dit neer op een broekzak/vestzak operatie. Daarnaast zijn er steeds minder houders van Japanse overheidsobligaties buiten de BoJ zelf en de door de Japanse overheid gecontroleerde financiële instellingen. Daarom zou op termijn kunnen worden besloten om deze schulden te vernietigen⁶. Dit is de reden waarom de financiële wereld niet erg ongerust is over de optisch torenhoge Japanse overheidsschulden en de yen zich sterk houdt. Niettemin is deze gang van zaken op termijn nefast voor de interne financiële evenwichten. Het in de economie geïnjecteerde geld (rechtstreeks door de overheid en onrechtstreeks door de BoJ via het opkopen van allerlei effecten) verhoogt de geldhoeveelheid in grote mate. Daarom is het essentieel dat de rente ultra laag tot negatief blijft. Op die manier wordt vermeden dat de overheid wordt verplicht almaar meer schuld te maken (om oplopende interesten te kunnen betalen) die dan door de BoJ moeten worden opgekocht. **Daarom is een van de belangrijkste doelstellingen van de BoJ de lange rente zo laag mogelijk te houden**, iets waarin ze volgens onderstaande grafiek bijzonder goed slaagt.



Beleggen in Japanse overheidsobligaties met een verwacht totaalrendement per einde 2019 van 0,0%, is af te raden omdat de marktwerking compleet is verstoord door de acties van de BoJ. Bovendien is er voor de EUR belegger het risico dat de JPY aan waarde inboet.

2.3.4. Besluit

Volgens de consensus bieden obligaties in 2019 weinig kansen. Niettemin, de rol van de centrale banken voor wat betreft de toekomstige prestaties van deze grote activaklasse is allesbepalend. Ze komen actief op de markten tussen zodat een correcte prijsvorming niet mogelijk is en normale waarderingen worden bemoeilijkt, zo niet onmogelijk gemaakt. De neerwaartse druk op de rente vooral in de eurozone en in Japan is dus zeker niet voorbij, vooral nu de economie verzwakt.

⁴ De BoJ koopt quasi alle nieuw uitgegeven overheidsleningen op en bezit midden december 2018 ongeveer 70% van de totale Japanse overheidsschuld. Buitenlanders bezitten nauwelijks Japanse overheidsobligaties.

⁵ De andere zijn de Griekse, de Zuid-Afrikaanse en de Zwitserse nationale bank.

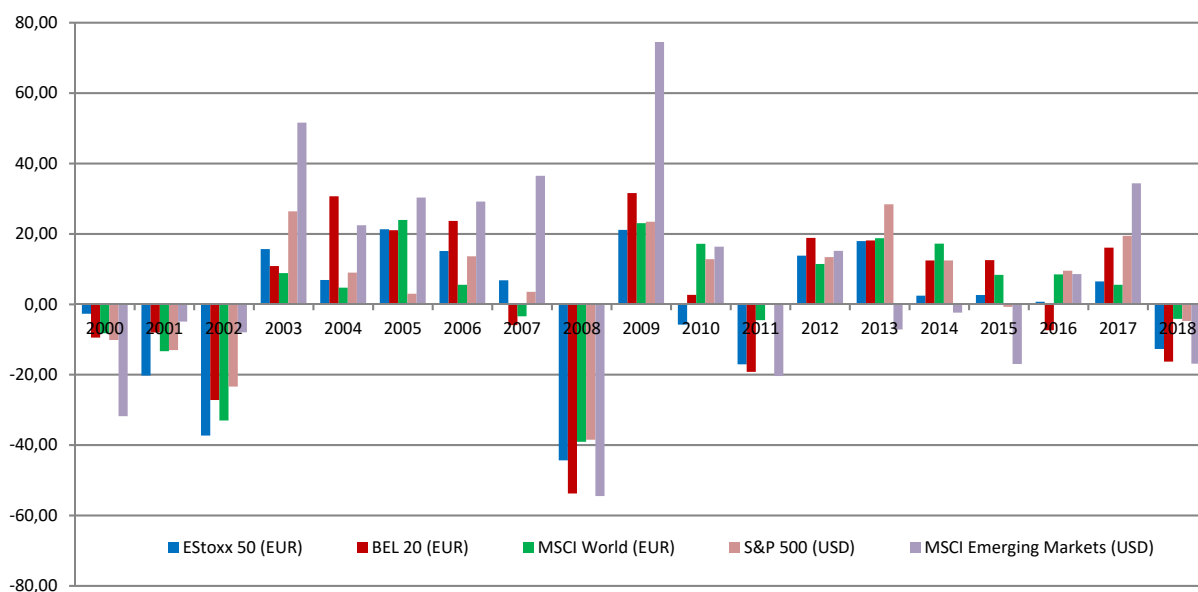
⁶ Als de Japanse overheid tegelijkertijd schuldenaar is (via de uitgegeven obligaties) en schuldeiser (dankzij de door de BoJ gekochte obligaties), zijn er geen praktische belemmeringen om in die richting te denken.

2.4. Aandelen

2.4.1. Aandelen - Algemeen

Het verhaal herhaalt zich: ook in 2018 hebben een reeks aandelenindices waaronder de S&P500, de Dow Jones Industrials (DJI) en de FTSE100 historische maxima bereikt. Echter, de belangrijkste Europese index, de Euro Stoxx 50, is op 18 december 2018 met een verlies van 44,1% verder dan ooit verwijderd van zijn historische topkoers van 6 maart 2000 (5464,43 punten). Volgende tabel, resp. grafiek, lichten de prestaties van een aantal beursindices toe (data 2018 t.e.m. 18 december).

Jaar	EStoxx50 (EUR)	% verschil per jaar	BEL 20 (EUR)	% verschil per jaar	MSCI World (EUR)	% verschil per jaar	S&P 500 (USD)	% verschil per jaar	MSCI Em. Mks. (USD)	% verschil per jaar
1999	4904.46		3340.43		144.75		1469.25		489.42	
2000	4772.39	-2.69	3024.49	-9.46	132.83	-8.23	1320.28	-10.14	333.79	-31.80
2001	3806.13	-20.25	2782.01	-8.02	115.09	-13.36	1148.08	-13.04	317.4	-4.91
2002	2386.41	-37.30	2025.04	-27.21	77.09	-33.02	879.82	-23.37	292.09	-7.97
2003	2760.66	15.68	2244.18	10.82	83.9	8.83	1111.92	26.38	442.78	51.59
2004	2951.01	6.90	2932.62	30.68	87.85	4.71	1211.92	8.99	542.17	22.45
2005	3578.93	21.28	3549.25	21.03	108.89	23.95	1248.29	3.00	706.48	30.31
2006	4119.94	15.12	4388.53	23.65	114.89	5.51	1418.3	13.62	912.65	29.18
2007	4399.72	6.79	4127.47	-5.95	110.97	-3.41	1468.36	3.53	1245.59	36.48
2008	2447.62	-44.37	1908.64	-53.76	67.6	-39.08	903.25	-38.49	567.04	-54.48
2009	2964.96	21.14	2511.62	31.59	83.16	23.02	1115.1	23.45	989.47	74.50
2010	2792.82	-5.81	2578.6	2.67	97.43	17.16	1257.64	12.78	1151.38	16.36
2011	2316.55	-17.05	2083.42	-19.20	93.02	-4.53	1257.6	0.00	916.39	-20.41
2012	2635.93	13.79	2475.81	18.83	103.67	11.45	1426.19	13.41	1055.2	15.15
2013	3109.00	17.95	2923.82	18.10	123.09	18.73	1831.37	28.41	979.49	-7.17
2014	3146.43	2.43	3287.91	12.45	144.28	17.22	2058.90	12.42	956.31	-2.37
2015	3267.52	2.60	3700.30	12.54	156.30	8.33	2043.94	-0.73	794.14	-16.96
2016	3290.52	0.70	3427.61	-7.37	169.54	8.47	2238.83	9.54	862.27	8.58
2017	3503.96	6.49	3977.88	16.05	178.87	5.50	2673.61	19.42	1158.45	34.35
2018	3058.60	-12.71	3329.04	-16.31	171.47	-4.14	2546.16	-4.77	962.98	-16.87



Voor zover als nodig bevestigen bovenvermelde cijfers dat de ontwikkelingen op de aandelenmarkten sinds het jaar 2000 een volatiel verloop kennen. Tot 2003 implodeerden de beurzen als gevolg van het springen van de TMT-bel en het over de kop gaan van een aantal grote bedrijven (Enron, Consec,

Worldcom...). Op de eerste plaats de Fed heeft hiertegen gereageerd door de korte rente sterk te verlagen en de kredietverlening te vergemakkelijken. Deze maatregelen ondersteunden de beurzen in de jaren 2003 t.e.m. 2006. Maar vooral de Amerikaanse huizenmarkt bleek te profiteren van deze politiek van goedkoop geld. Tot de subprimecrisis die ballon doorprikte. De beurzen crashten met die van de opkomende landen op kop (-54,5% in 2008). Opnieuw togen de centraal bankiers aan het werk. De rentevoeten zochten nooit geziene dieptepunten op - sommige werden zelfs negatief - en de economie werd gestut door massale door de overheid gefinancierde relanceprogramma's. De geschiedenis herhaalde zich. In 2009 herstelden de beurzen, wat het jaar daarop magertjes werd overgedaan. Maar de overheden hadden hun krachten overschat: hun deficits liepen snel op evenals hun geaccumuleerde tekorten. Hogere belastingen en besparingen moesten het tij keren, maar net het tegengestelde gebeurde. In de Europese Unie kregen de economieën van de PIIGS landen flinke klappen. In die mate dat Griekenland in een depressie terechtkwam. De beurzen, met uitzondering van de Noord-Amerikaanse, verloren in 2011 tot 20%. In de volgende jaren werd dit echter goedge maakt, opnieuw met dank aan de grote centrale banken die op een nooit geziene schaal geld bijdrukten.

Vandaag spelen de centrale banken overal ter wereld meer dan ooit de eerste viool. Ze drukken de rentevoeten op korte en lange termijn en vooral - iets wat sinds de Tweede Wereldoorlog in het Westen en Japan nooit is gezien - ze kopen staatspapier op met de bedoeling de financiering van de overheid te vergemakkelijken. Vooral de BoJ bezondigt zich hieraan, maar de ECB steekt haar Japanse collega naar de kroon. Het programma van kwantitatieve versoepeling wordt weliswaar op 31 december 2018 beëindigd, maar obligaties die vervallen worden vervangen zodat het balanstotaal van de ECB niet vermindert. Daarnaast blijft ze een negatieve rente van 0,40% aanrekenen wanneer commerciële banken bij haar tijdelijk geld onderbrengen. Een eerste renteverhoging (bij wijze van spreken want de rente zou met -0,20% nog altijd negatief blijven), was voorzien voor september 2019 maar zal in het licht van de verzwakkende economie wellicht uitgesteld worden. Bij de Fed blaast de wind sinds december 2015 uit een andere hoek. Van dan af is ze begonnen de korte rente regelmatig te verlagen. Bovendien, sinds oktober 2017, vervangt ze obligaties die op vervaldag komen niet langer door nieuwe. Dit betreft een bedrag van 50 miljard USD per maand, zodat haar balanstotaal einde 2018 op 4.050 miljard USD is teruggevallen, hetzelfde cijfer als begin 2014. **Het is duidelijk dat het stopzetten van de balansexpansie door de ECB en de verdere afbouw van haar balans door de Fed hun uitwerking op de financiële markten niet hebben gemist. Alle grotere aandelenmarkten zijn in 2018 (tot en met 18 december) licht tot zwaar teruggevallen, terwijl ook de koersen van rommelobligaties stevig onder druk staan.** Zoals hoger gemeld, twijfelen we aan de waarschijnlijkheid van verdere Amerikaanse renteverhogingen (de consensus voorziet er nog twee), terwijl in de eurozone en Japan - en ondanks de consensusvisie die spreekt over marginale verhogingen - de rente wellicht gedurende heel volgend jaar niet zal wijzigen.

De correctie die de wereldwijde aandelenmarkten sinds begin oktober treft, roept de vraag op of aandelen nu aantrekkelijk genoeg zijn gewaardeerd om opnieuw in te stappen, dan wel of de risico's nog steeds te groot zijn. Zoals in het gedeelte macro-economie van dit Memo aangegeven, staan beleggers voor een reeks uitdagingen. Er is de onzekerheid van de handelsoorlog, de afzwakkende Chinese economie, de gevolgen van de Brexit, de verdere impact van de Amerikaanse renteverhogingen op de reële economie... om nog te zwijgen over de kritiek van president Trump op het beleid van de Fed. Onzekerheid leidt bij veel beleggers tot 'risk off' gedrag, m.a.w. ze stappen uit de markt. **Daarom is het belangrijk te kijken naar de feitelijke waardering van aandelen.** Zijn aandelen vandaag duur of niet, gemeten aan de winsten die de bedrijfswereld realiseert? Of wanneer hun koers wordt afgezet tegenover het rendement van vastrentende effecten?

Een indicator die aangeeft of een aandeel duur is of niet, is de koers/winst verhouding (K/W). De K/W wordt berekend door de koers van een aandeel te delen door de winst per aandeel. De K/W geeft dus weer hoeveel keer de winst die een bedrijf in een bepaald jaar maakt zich verhoudt tot zijn

beurskoers. Hoe hoger deze verhouding, hoe duurder het aandeel. Het spreekt vanzelf dat de K/W slechts betekenis heeft indien een bedrijf winst maakt; een negatieve K/W is zinloos. Een gemiddelde K/W van 15 tot 16 wordt algemeen beschouwd als een neutraal cijfer, d.w.z. het aandeel (of de beurs, indien naar de K/W van een beurs wordt gekeken) is noch duur, noch goedkoop. Hogere K/W (van 25 tot 30) zijn aanvaardbaar indien het bedrijf in kwestie voor jaren van sterke groei staat: een belegger is dan bereid meer voor het aandeel te betalen omdat hij ervan uitgaat dat een sterke stijging van de winst in de sterren staat geschreven. **Hogere K/W impliceren een hoger risico omdat men meer betaalt voor iets dat zich nog niet heeft gerealiseerd.** Daartegenover geldt het omgekeerde evenzeer. Bedrijven actief in de nuts- of in de telecomsector waarvan analisten verwachten dat hun toekomstige omzet en winsten slabakken, zullen met een lager dan gemiddelde K/W noteren. De huidige en verwachte K/W voor de belangrijkste aandelenindices en zoals door Bloomberg op 18 december 2018 gepubliceerd, zijn als volgt.

News		Settings		World Equity Indices									
Standard	<input type="checkbox"/> Movers	<input type="checkbox"/> Volatility	<input checked="" type="checkbox"/> Ratios	<input type="checkbox"/> Futures	<input type="checkbox"/> Δ AVAT	10D	%Chg YTD	EUR					
1) Americas	RMI	2Day	Value	Net Chg	%Chg	P/E	Est FY1	Est FY2	DvYld	%YtdCur			
11) DOW JONES			23883.53	+207.89	+0.88%	15.93	14.99	13.85	2.37	+1.47%			
12) S&P 500			2569.98 d	+23.82	+0.94%	17.53	15.73	14.51	2.09	+0.95%			
13) NASDAQ			6845.59	+61.68	+0.91%	40.81	20.07	17.81	1.18	+4.14%			
14) S&P/TSX Comp			14501.49 d	+84.60	+0.59%	15.79	13.79	12.48	3.34	-12.09%			
15) S&P/BMV IPC			41415.91 d	+498.34	+1.22%	17.17	14.41	12.54	2.63	-13.57%			
16) IBOVESPA			87867.81 d	+1257.32	+1.45%	19.55	13.35	10.70	3.49	+3.28%			
2) EMEA													
21) Euro Stoxx 50			3052.22 d	+12.09	+0.40%	13.70	12.88	11.74	3.88	-12.89%			
22) FTSE 100			6762.52 d	+60.93	+0.91%	15.35	11.91	11.21	4.79	-13.37%			
23) CAC 40			4776.14 d	+22.06	+0.46%	14.43	12.74	11.75	3.65	-10.10%			
24) DAX			10775.67 d	+34.78	+0.32%	11.79	12.01	10.92	3.45	-16.58%			
25) IBEX 35			8782.50 d	+81.70	+0.94%	12.64	11.71	10.88	4.42	-12.56%			
26) FTSE MIB			18947.76 d	+302.91	+1.62%	10.66	10.47	9.07	4.21	-13.30%			
27) OMX STKH30			1449.27	+1.48	+0.10%	14.93	14.39	13.10	4.74	-12.63%			
28) SWISS MKT			8539.96 d	+11.69	+0.14%	21.80	15.31	13.81	3.51	-6.05%			
3) Asia/Pacific													
31) NIKKEI			20987.92 d	-127.53	-0.60%	14.53	15.20	13.56	2.10	-2.76%			
32) HANG SENG			25865.39 d	+51.14	+0.20%	9.82	10.87	9.85	3.88	-9.32%			
33) CSI 300			3091.13 d	-37.30	-1.19%	11.53	10.99	9.60	2.54	-23.96%			
34) S&P/ASX 200			5580.60	-8.87	-0.16%	15.41	14.36	13.76	4.74	-11.01%			

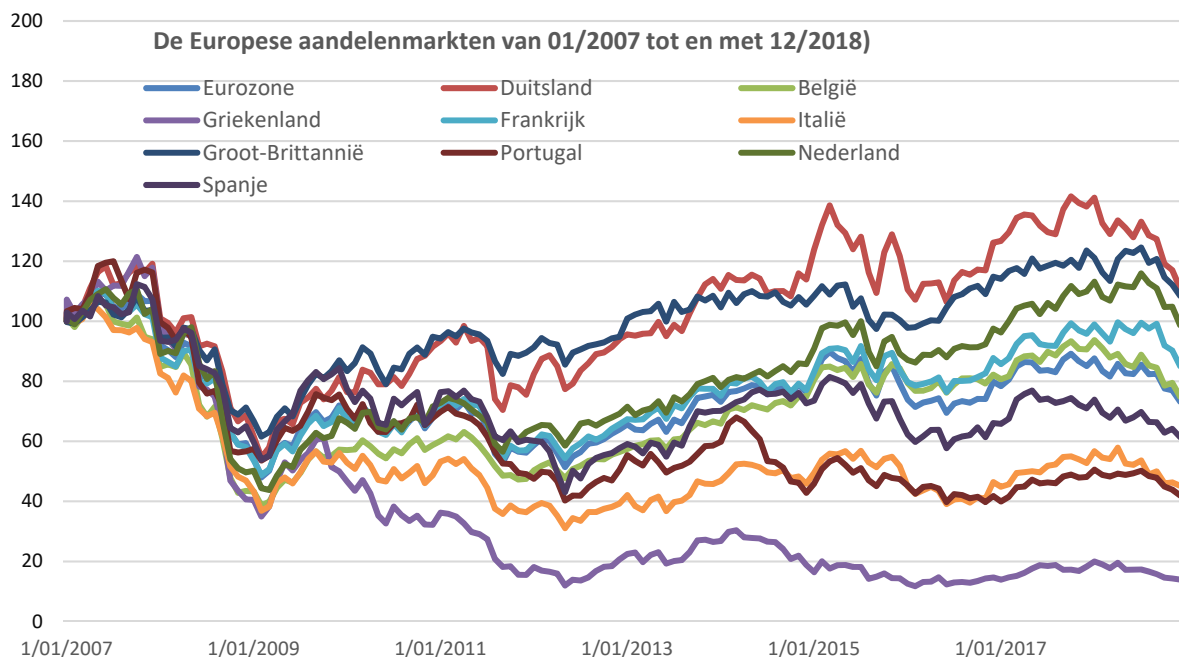
Gelet op het lange termijn neutrale K/W niveau van 15 tot 16 (zie hoger), noteert vooral de Nasdaq voor 2017 (P/E) zeer duur. Dit en volgend jaar is er sprake van enige normalisering. Alle andere indices kunnen moeilijk als te duur worden omschreven. Vooral de verwachte K/W verhouding voor 2019 (Est. FY2) oogt vanuit lange termijnperspectief voor alle markten aantrekkelijk. **De moeilijkheid bij de interpretatie van deze data is echter dat ze gebaseerd zijn op het zich doorzetten van de economische groei.** Het spreekt vanzelf dat zo de afkoeling verder om zich heen grijpt, de bedrijfswinsten zullen dalen en de K/W verhouding minder attractief zal zijn. Niettemin is het besluit dat tegen de huidige koersen, **alle aandelenmarkten met uitzondering van Nasdaq een vanuit historisch oogpunt interessant instapniveau hebben bereikt.** Dit wordt bevestigd door het dividendrendement (de voorlaatste kolom in bovenstaande Bloomberg print) waaruit blijkt dat een bruto dividendrendement van tussen 3% en 4% eerder regel dan uitzondering is. **Met andere woorden, wanneer de vergelijking wordt gemaakt tussen het bruto dividendrendement en het bruto obligatierendement, zijn aandelen nog steeds te verkiezen.**

De voor de hand liggende kritiek op de K/W zoals hierboven berekend, is dat deze indicator steeds betrekking heeft op slechts één jaar. De koers van een aandeel of index wordt gedeeld door de verwachte winst per aandeel bv. voor 2018; er wordt geen rekening gehouden met de dynamiek over

verschillende jaren, noch worden de cijfers gecorrigeerd voor inflatie (wat logisch is, gezien men slechts de data van een enkel jaar gebruikt). Om deze kritiek te ondervangen, ontwierp Robert Shiller (Nobelprijs economie 2013) een alternatieve K/W. Deze verhouding die inmiddels zijn naam draagt, deelt de koers van een aandeel of index door de gemiddelde bedrijfswinst over de laatste tien jaar, gecorrigeerd voor inflatie. Deze werkwijze vermijdt een aantal problemen inherent aan de eenvoudige K/W berekening. Op de eerste plaats worden gebeurtenissen die tijdelijk op de winst wegen (bv. eenmalig grote afschrijvingen) geneutraliseerd. Daarnaast dwingt de inflatiecorrectie te kijken naar de reële winstgevendheid, niet naar de nominale. **Wanneer de Shiller K/W voor de S&P500 wordt berekend, bevindt die zich met 29,0 (18 december 2018) op het derde hoogste niveau sinds het begin van de berekeningen in 1880 en dit ondanks de correctie die zich sinds begin oktober 2018 ontrolt.** Vooral omdat de Shiller K/W rekening houdt met het voortschrijdend gemiddelde winstniveau over de laatste tien jaar, is hij een veel betere indicator dan de jaarlijkse K/W (zie bv. de grote verschillen jaar op jaar in de door Bloomberg gepubliceerde tabel). **Op basis van de Shiller K/W is het duidelijk dat aandelen - en Amerikaanse aandelen in het bijzonder - nog steeds duur tot zeer duur noteren.**

2.4.2. Aandelen - Europa

Als gevolg van eerst de subprime crisis, nadien het snelle herstel en tenslotte de crisis rond de overheidsfinanciën en de euro, hebben de Europese aandelenmarkten sinds begin 2007 een spectaculair, maar tegelijkertijd uitermate hobbelig parcours afgelegd (zie onderstaande grafiek; dit betreft alle prijsindices, d.w.z. zonder kapitalisatie van de uitgekeerde dividenden).



Slechts de Britse en Duitse beurs noteren op 18 december 2018 licht hoger tegenover begin 2007. Zwaar verlies is er op de eerste plaats voor Athene (-86,1%), maar ook de Italiaanse, Portugese en Spaanse beurzen noteren tegenover bijna 12 jaar geleden met zware verliezen. **Opvallend is de voortdurende spagaat tussen de prestaties van de Noordelijke en Zuidelijke eurolanden.** Ondanks een duidelijk herstel van de Zuidelijke economieën, blijven de desbetreffende beursindices ver achter op hun Noordelijke collega's. **Ook uit de beursevolutie blijkt dat de eurozone allesbehalve een eengemaakte economische zone is.** Vroeg of laat zal de euro daarvan de negatieve gevolgen ondervinden. Wat opvalt is dat bijna alle Europese beurzen na de maxima van begin 2015 een neergaande trend vertonen die sinds oktober van dit jaar versnelt. **De kernvraag is of deze correctie**

intussen grotendeels achter de rug is, of dat integendeel nog meer koersverliezen te verwachten zijn.

Kijken we naar de waardering van Europese aandelen op basis van hun K/W verhouding en dividendrendement (zie hoger), dan is het besluit dat tegen de huidige koersniveaus al heel wat negatief nieuws in de koersen is verwerkt. Bovendien zal de Europese economie ook volgend jaar groeien, weze het tegen een lager ritme. Met andere woorden, **vanuit een macro-economische invalshoek zijn er op dit ogenblik niet echt redenen om Europese aandelen de rug toe te keren.** Echter, dat is maar een kant van het verhaal. Beleggers reageren met hun buikgevoel op een aantal financieel-economische gebeurtenissen die ze bijzonder nefast interpreteren. Op de eerste plaats betreft dit het progressief afbouwen van de liquiditeitsstimuli door de grote centrale banken. Hoewel de feitelijke impact hiervan op de prijsvorming van aandelenkoersen niet voor de hand ligt, gaan beleggers ervan uit dat hierdoor de opwaartse koersdruk minder groot is geworden. Deze feitelijke verslechtering van de omgevingsvariabelen voor aandelenbeleggingen wordt verder gestut door de mogelijke zwaar negatieve impact van de handelsoorlog, door de Brexit perikelen en door de wetenschap dat na jaren van BBP groei een afkoeling voor de hand ligt. **Hoewel vanuit macro-economisch standpunt aandelenbeleggingen kunnen worden aangeraden, blijft voorzichtigheid geboden als gevolg van de interpretatie door beleggers van de aanstormende onzekerheden op monetair, economisch en politiek vlak.**

Wanneer de vooruitzichten wat betreft de prestaties van de aandelenbeurzen onduidelijk zijn, is een logische reactie niet op de beurs te beleggen: afwachten tot het stof is neergedaald, lijkt dan de beste strategie. **Echter, niet belegd zijn betekent automatisch dat mogelijke kansen niet worden benut. Veiligheid - kapitaalbescherming - primeert dan op het streven naar rendement.** Daarom - en gelet op het huidige niveau waartegen heel wat kwaliteitsaandelen noteren - lijken de huidige koersniveaus interessante instapmomenten voor beleggers met een horizon van minstens vijf jaar. Kwaliteitsaandelen zijn aandelen met een sterke balans (d.w.z. die relatief weinig schulden hebben), die een stabiele omzetgroei kennen met constant stijgende bedrijfswinsten, die een oplopend dividend uitkeren en die minder dan gemiddeld gevoelig zijn voor beursfluctuaties (met andere woorden, hun bèta is lager dan 1). Sectoraal betekent dit dat sectoren zoals klassieke farmabedrijven, energie en klassieke telecom actueel de voorkeur genieten. Het spreekt vanzelf dat hierin best wordt belegd via een fonds: een goede risicospreiding doet niets af aan het opwaartse potentieel. Een groot voorbehoud geldt IT en biotechnologie. Deze sectoren zijn de voorbije jaren sterk gestegen; hun koersen houden in veel gevallen rekening met een ware winstexplosie.

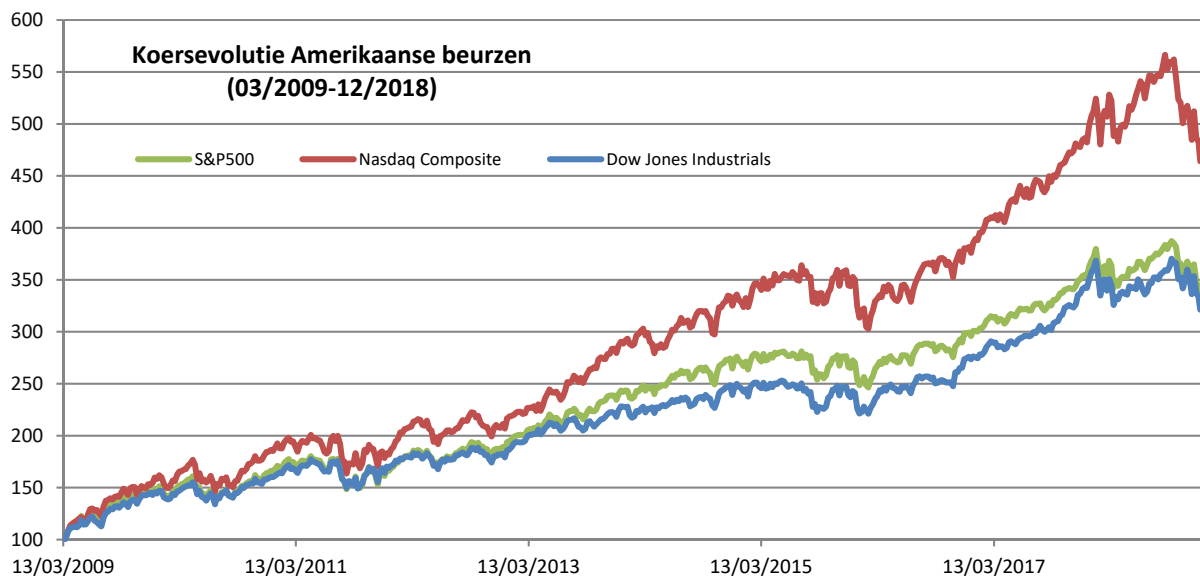
Zoals de evolutie van de Europese beursindices op de vorige bladzijde duidelijk aantoon, loont een 'kopen & houden' politiek - zelfs op lange termijn - niet. Het is met andere woorden noodzakelijk soms de beurs de rug toe te keren en langs de zijlijn af te wachten tot de financiële stormen zijn voorbij getrokken. Dit betreft niet alleen de diepe crisis van 2008-09 (zie grafiek op de voorgaande bladzijde), maar ook de crisis rond het voortbestaan van de euro (2011), of - vroeger - bv. het springen van de TMT bel in 2000. Ook eind 2018 is het de vraag of de winsten van de voorbije jaren kunnen worden veilig gesteld, rekening houdend met de onzekerheden op monetair, economisch en politiek gebied. **Het consequent toepassen van een stop loss methodologie vermijdt dat men jaren van negatieve returns moet ondergaan. Per saldo zijn hierdoor veel hogere rendementen mogelijk, terwijl het gelopen risico aantoonbaar lager is⁷. Het spreekt vanzelf dat deze aanpak niet alleen van toepassing is op Europese aandelen, maar op alle aandelen. Voor 2019 verwachten we voor Europese aandelen een licht positief rendement, dat we - inclusief ontvangen dividenden - ramen op 2%⁸.**

⁷ Wanneer niet op de beurs wordt belegd, is de beweeglijkheid van de aandelenbelegging gelijk aan nul. Van zodra men wel belegt, ondergaat men de beweeglijkheid (volatiliteit) van de desbetreffende beurs. Per saldo, over de langere termijn, ligt daarom de totale volatiliteit lager dan die van een 'kopen & houden' belegger.

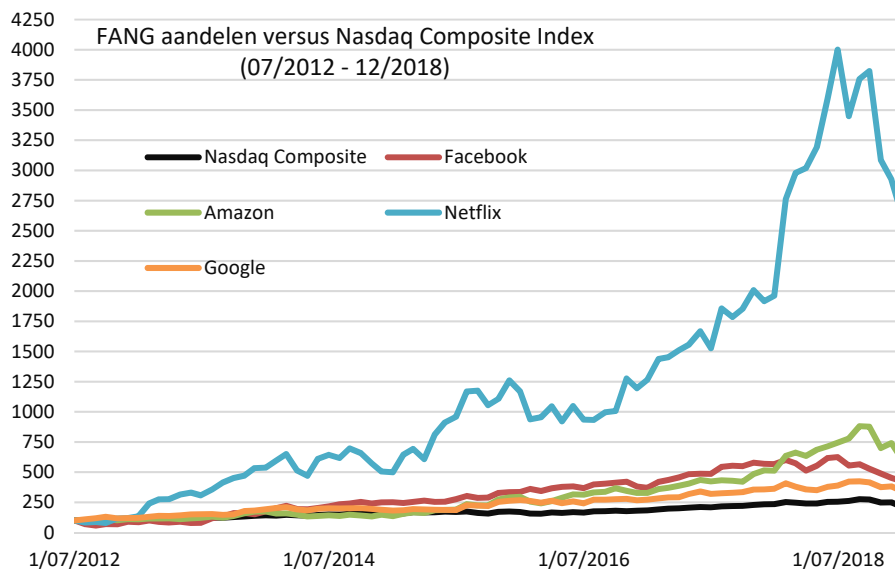
⁸ Het geraamde rendement voor 2019 is steeds gebaseerd op de koersen per 18 december 2018.

2.4.3. Aandelen - Verenigde Staten

Het economische herstel sinds maart 2009 heeft zich ook in de Verenigde Staten met horten en stoten doorgezet, maar is tot op vandaag duidelijk krachtiger dan dat van de eurozone. Vooral de gestage verbetering van het werkloosheidscijfer toont dit aan. Daardoor heeft de Fed de kwantitatieve versoepeling niet alleen kunnen stopzetten, maar is ook begonnen met de afbouw ervan. Tegelijkertijd trekt ze de korte rente op. Dit gebeurde twee keer in 2016, drie keer in 2017 en vier keer in 2018. Voor 2019 zitten officieel nog twee verhogingen in de pijplijn. De betere gang van zaken vertaalt zich in goede beursprestaties, weze dat sinds begin oktober hierin verandering is gekomen voor de hoger vermelde redenen. De koersevolutie van de Amerikaanse beurzen gemeten aan de Dow Jones, de S&P500 en de Nasdaq is als volgt (van 13/03/2009 t.e.m. 18/12/2018).



De prestatie van vooral de Nasdaq - en ondanks de correctie sinds begin oktober 2018 - blijft spectaculair. Deze prestatie is echter vooral te danken aan een beperkt aantal aandelen, de zogenaamde FANG aandelen (Facebook, Amazon, Netflix en Google/Alphabet). Dit blijkt uit de vergelijking van deze hoogvliegers met de Nasdaq Composite Index, waarbij vooral de prestatie van Netflix in het oog springt.

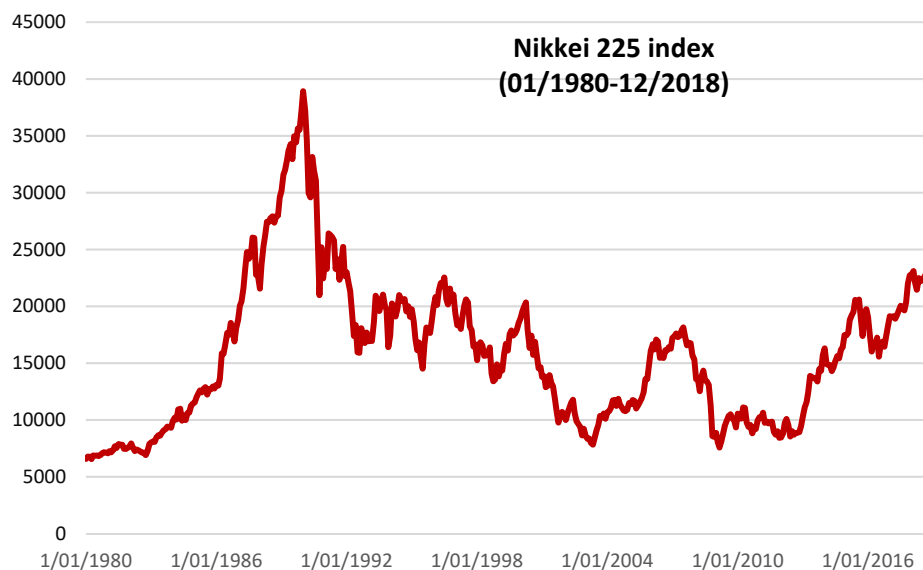


Terwijl de Nasdaq Composite Index over deze periode iets meer dan verdubbelt, scoren Amazon, Facebook en Google nog veel sterker met meerwaarden van 300% tot 600%. Het zijn vooral deze aandelen die - gelet op hun indexgewicht - aan de basis liggen van de uitmuntende prestatie van de Amerikaanse beurzen.

De koersontwikkeling van deze aandelen getuigt van een bijzonder sterk optimisme wat betreft hun toekomstige verkopen en bedrijfsresultaten. De minste tegenslag kan tot grote ontgoocheling leiden, resulterend in een beduidende koersval. De hoge waardering van de FANG aandelen berust o.i. nog steeds op een te voortvarende inschatting van de toekomstige economische ontwikkelingen. We zijn van mening dat een aantal problemen die we voordien al hebben genoemd (handelsperikelen, monetaire politiek, Brexit, afnemende economische groei...) het stijgingspotentieel in 2019 van de Amerikaanse beurzen hypothekeren. Aan de ander kant - maar in mindere mate dan voor Europese aandelen - geldt dat na de correctie Amerikaanse aandelen (met uitzondering van de FANG aandelen en aanverwante) een stuk minder duur zijn geworden. **Hiermee rekening houdend ligt de verwachting voor 2019 op een vlak verloop van de Amerikaanse beurzen (in USD, incl. kapitalisering van dividenden en voor verrekening van inflatie).** Voor een EUR belegger kan het rendement hoger uitkomen mocht de USD tegenover de EUR in waarde stijgen en vice versa.

2.4.4. Aandelen - Japan

De Japanse beurs heeft zich sinds begin 1980 volgens onderstaande grafiek ontwikkeld (Nikkei 225 index tot en met 18 december 2018).

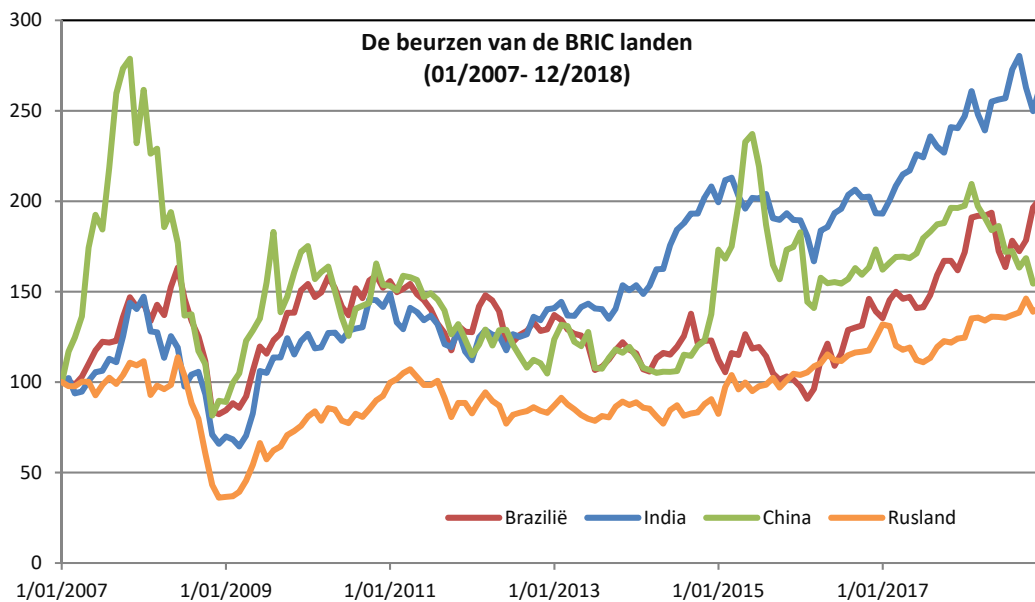


Het historische maximum dateert van eind 1989. Tot einde 2012 is er sprake van een neerwaartse trend op lange termijn, hoewel regelmatig forse oplevingen voor enig soelaas zorgden. Sinds einde 2012/begin 2013 lijkt die neerwaartse trend gebroken, dankzij - ook hier - het extreem expansieve beleid van de centrale bank, dat volgend jaar in principe wordt verder gezet. Recent heeft gouverneur Kuroda van de BoJ echter laten uitschijnen dat in navolging van de ECB en de Fed ook de BoJ in de loop van 2019 de voet van het monetaire gaspedaal zal nemen. Het is op dit ogenblik onduidelijk of dit effectief zal gebeuren (zie de minder goede economische vooruitzichten) en in welke mate. Tot nog toe heeft de BoJ de Japanse beurs gestut door onder meer zelf te beleggen in Japanse aandelen- en vastgoed ETF's. Gevolg: nu al is de BoJ in meer dan 90% van de bedrijven die deel uitmaken van de Nikkei 225 een van de top 10 aandeelhouders. **De hamvraag is of deze marktondersteunende werking in de loop van 2019 vermindert, helemaal wegvalt, of zelfs terug wordt gedraaid.** Het spreekt vanzelf dat naargelang het gevolgde scenario de prestatie van de Japanse beurs sterk zal verschillen.

Bovendien blijven een aantal negatieve factoren op de Japanse groei wegen: de verouderende bevolking, een rigide sociale structuur en scheurtjes in het Chinese groeiverhaal, een land waarnaar Japan veel exporteert. Wanneer dit alles in balans wordt gebracht met op de achtergrond de afkoelende wereldeconomie, blijkt een licht positief beeld. **Daarom spreekt de consensus over een prestatie van de beurs van Tokio in 2019 van rond 2% (in JPY, inclusief kapitalisatie van netto dividenden, maar zonder verrekening van inflatie).** Zou de JPY tegenover de EUR echter verzwakken, riskeert een EUR belegger niets van deze koersstijging over te houden. Om het wisselrisico (positief dan wel negatief) uit te schakelen, verdient het de voorkeur op de Japanse beurs te beleggen via een fonds dat zijn JPY valutablootstelling afdekt.

2.4.5. Aandelen – Opkomende landen

Met uitzondering van de Chinese beurs die in 2018 tot en met 18 december bijna 30% verloor, scoren Brazilië, India en Rusland alle licht positief wat in grote tegenstelling is met de aandelenmarkten van de ontwikkelde landen. De zware Chinese beurscorrectie is het gevolg van de handelsoorlog tussen China en de Verenigde Staten. Brazilië heeft geprofiteerd van de verkiezingsoverwinning van Jair Bolsonaro, terwijl voor Rusland de tot september beduidend hogere olieprijs hebben geholpen. Sindsdien dalen die echter waardoor de beurskoersen in Moskou onder druk staan. De goede prestatie van de Indische beurs vindt haar oorsprong in de stevige economische groei, een stabiele regering en belangrijke overheidsinvesteringen. Ook Singapore, Tsjechië en Zuid-Korea konden de zware beursverliezen van de ontwikkelde landen vermijden, zonder echter uit de rode cijfers te blijven.



De economische vooruitzichten voor de meeste opkomende landen zijn volgend jaar minder goed als gevolg van i) het strengere monetaire beleid van de Fed waardoor de externe financiering van de opkomende landen duurder wordt (cf. Thailand, Turkije...), ii) de handelsoorlog tussen China en de Verenigde Staten die afstraalt op opkomende landen in de mate dat ze subleveranciers zijn van Chinese bedrijven (Bangladesh, Vietnam...) en iii) de evolutie van de grondstoffenprijzen voor opkomende landen die voor een groot deel van hun inkomsten hiervan afhankelijk zijn (Brazilië, Rusland). Vooral de smelende handelsoorlog en de implosie van de prijs van de ruwe olie (zie verder) vertroebelen de vooruitzichten van de opkomende landen. Niettemin zullen China en India ook in 2019 beduidend sterker groeien dan het Westen en Japan. Volgend overzicht (Bloomberg consensusverwachtingen) vat dit samen. Ter vergelijking voegen we er de cijfers voor de eurozone, Japan en de Verenigde Staten aan toe.

	Economische groei (in %)			Inflatie (in %)		
	2017	2018	2019	2017	2018	2019
Brazilië	1,1	1,3	2,5	3,5	3,9	4,7
China	6,9	6,6	6,2	3,5	3,7	4,0
India	8,2	7,5	7,3	3,3	4,3	3,9
Mexico	2,0	2,1	2,2	6,0	4,9	4,9
Rusland	1,5	1,6	1,5	3,7	2,9	4,9
Turkije	7,4	3,5	0,6	11,1	16,7	19,2
Zuid-Afrika	1,3	0,7	1,5	5,3	4,6	5,3
Zuid-Korea	3,1	2,6	2,5	1,9	1,6	1,8
Eurozone	2,4	1,5	1,6	1,5	1,8	1,7
Japan	1,7	1,0	1,1	0,5	1,0	1,2
Verenigde Staten	2,2	2,9	2,6	2,1	2,5	2,3

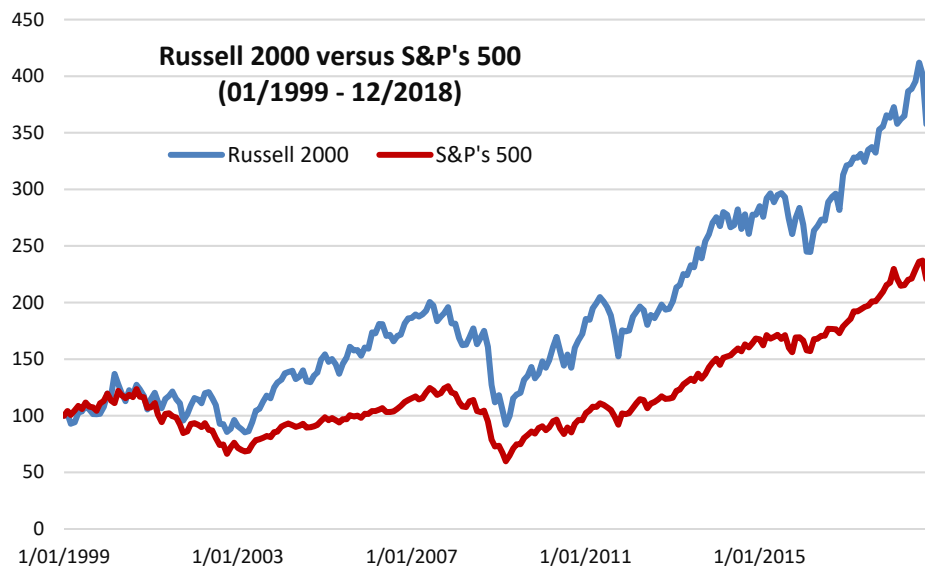
Zoals de vorige jaren, komen ook in 2019 de ruim betere prestaties van India en China. De andere hierboven vermelde opkomende economieën doen het niet beter dan de Verenigde Staten. Daarnaast valt de implosie op van de Turkse economie: van een BBP groei van nog 7,4% in 2017 daalt het cijfer in 2019 naar 0,6%, quasi een stilstand. Tegelijkertijd loopt het inflatiecijfer verder op, wat niet veel goed voorspelt voor de koers van de Turkse lira vergeleken met de euro of de dollar. **De opkomende landen die de voorkeur genieten zijn op de eerste plaats India (omdat het minder getroffen wordt door de handelsoorlog) en een aantal kleinere landen zoals de Filipijnen, Maleisië en Singapore** (BBP groei van 3% tot meer dan 6% in 2019). **Relatief gesproken** (d.w.z. wanneer de economische groei en de winstvooruitzichten in China en India worden vergeleken met die van het Westen en Japan), **blijven deze landen beloftevol**. Gelet op de grote onderlinge verscheidenheid, wordt in opkomende landen bij voorkeur belegd i) Enerzijds via fondsen die actief worden beheerd en in principe in alle opkomende landen beleggen, en ii) Anderzijds via specifiek Verre Oosten (ex Japan) fondsen.

Meer dan ooit is het gevaar van te beleggen in opkomende landen de grote schuldgraad in USD van sommige overheden en bedrijven uit deze landen. In de mate dat de Amerikaanse munt verder zou verstevigen en tegelijkertijd de USD rente oploopt (wat de consensusverwachting is voor 2019), stijgen de rente- en kapitaallasten op dergelijke leningen. Immers, deze overheden beschikken vaak niet over voldoende USD reserves en ondergaan hoe dan ook de rentestijging. Dit gevaar dreigt volgend jaar opnieuw op het voorplan te treden. **Met andere woorden, voor beleggen in opkomende landen is de toepassing van een stop loss methodologie van groot belang**. Omdat het in het kader van dit Memo niet mogelijk is de vooruitzichten voor 2019 van de beurzen van de opkomende landen verder te detailleren, gebruiken we de MSCI Emerging Markets Index (MSCI EM) als meetstok voor het bepalen van het potentieel van deze markten. De top 5 posities van deze index zijn China (25,9%), Zuid-Korea (13,9%), Taiwan (11,4%), India (9,4%) en Brazilië (7,3%). **De consensusverwachting voor wat betreft de koersevolutie van de MSCI EM ligt voor 2019 op 3 tot 5% (in USD, inclusief kapitalisering van dividenden, maar zonder inflatieverrekening)**.

2.4.6. Aandelen - Kleinere bedrijven

Hoewel het koersverloop van kleinere bedrijven meer volatiel is, presteren ze op lange termijn beduidend beter dan 'blue chips' aandelen. Onderstaande grafiek die van begin 2000 tot en met 18 december 2018 de Russell 2000 index (Amerikaanse 'smallcaps') vergelijkt met de S&P500 (Amerikaanse grote en middelgrote ondernemingen), illustreert dit. Hoewel aandelen van kleinere bedrijven in de periode september 2008 tot maart 2009 meer verloren, was hun herstel krachtiger. Op lange termijn - vanaf begin 2000 tot 18 december 2018 - scoren 'smallcaps' 113,4 procentpunten beter, al ligt hun beweeglijkheid (volatiliteit) beduidend hoger. Dit laatste wordt opnieuw geïllustreerd door hun veel krachtiger terugval sinds begin oktober 2018. De redenen van de op lange termijn betere prestatie van 'smallcaps', zijn: i) De schaalgrootte speelt in hun voordeel. Het is gemakkelijker de winst

te verdubbelen van 1 naar 2 miljoen dan van 1 naar 2 miljard. ii) Kleinere bedrijven noteren vaak tegen een lagere K/W verhouding ('onbekend is onbemind'). iii) Hun dividend stijgt doorgaans sneller en iv) Hun meer risicovol business model (ze zijn innovatiever) speelt in hun voordeel wanneer ze succesvol zijn.



Gelet op de afnemende economische groei en andere risicofactoren, verwachten we niet dat 'smallcaps' t.o.v. 'blue chips' in 2019 een hogere return zullen realiseren. Eerder het tegendeel zal wellicht het geval zijn: een minderprestatie van gemiddeld 2%. Zo men in 'smallcaps' wenst te beleggen, gebeurt dit bij voorkeur via fondsen. Immers, niet alle 'small caps' zijn succesverhalen. Erin gespreid via fondsen beleggen, verlaagt aanzienlijk het risico. Een bijzondere soort 'small caps' zijn bedrijven die risicokapitaal, of 'venture capital' verschaffen aan andere, kleinere bedrijven. Terwijl almaar meer analisten beursgenoteerde 'small caps' volgen en hierdoor het ontdekken van 'achterblijvers' almaar moeilijker wordt, is het ontdekken van niet-beursgenoteerde 'pareltjes' specialistenwerk. In de huidige macro-economische omgeving die aan de basis nog steeds positief evolueert (groei BBP, stijgende winsten), kan een belegging in een 'venture capital' fonds nog steeds worden overwogen.

2.4.7. Besluit

De consensusverwachting voor de aandelenmarkten in 2019 en vertrekkend van de koersniveaus op 18/12/2018, is een eerder vlak verloop. Enerzijds zijn de groeivoorzichten nog steeds goed (hoewel minder dan voor dit jaar), maar de wijzigingen in de monetaire politiek niet alleen van de Fed, maar ook van de ECB en op termijn de BoJ, ondergraven het vertrouwen van beleggers. Bovendien wegen een aantal bijkomende elementen op het sentiment, zoals de hoge schuldgraad van bedrijven en particulieren, de opake Brexit en de handelsoorlog. In aandelen beleggen in 2019 betekent daarom kiezen voor eerder conservatieve sectoren met een vrij zekere omzet- en winstevolutie en die hun schulden goed onder controle hebben. Voorbeelden hiervan zijn klassieke farma (Novartis, Sanofi, Roche...), producenten van voedingsmiddelen (Heineken, Nestlé, Unilever) of nog, nutsbedrijven zoals Iberdrola, National Grid en Vinci. Maar in een negatief beursklimaat zullen ook deze waarden afkalven, weze het minder dan het marktgemiddelde (hun bèta is lager dan 1). Voor een EUR belegger liggen de beste kansen nog steeds bij Europese aandelen omdat die minder duur zijn en het wisselrisico nihil is. Wat opkomende landen betreft, gaat de voorkeur naar

India en kleinere Oost-Aziatische landen als Singapore en Thailand. Mogelijk negatieve beursontwikkelingen worden opgevangen door een beroep te doen op een stop loss mechanisme.

2.5. Grondstoffen

Als afzonderlijke activaklasse hebben grondstoffen sinds zowat 2004 almaar aan belang gewonnen. Dit uit zich onder meer in de creatie van talrijke 'Exchange Traded Commodities - ETC', beursgenoteerde afgeleide producten, waardoor zelfs de kleinste belegger in zo diverse dingen als koper, graan of vloeibaar gas kan handelen.

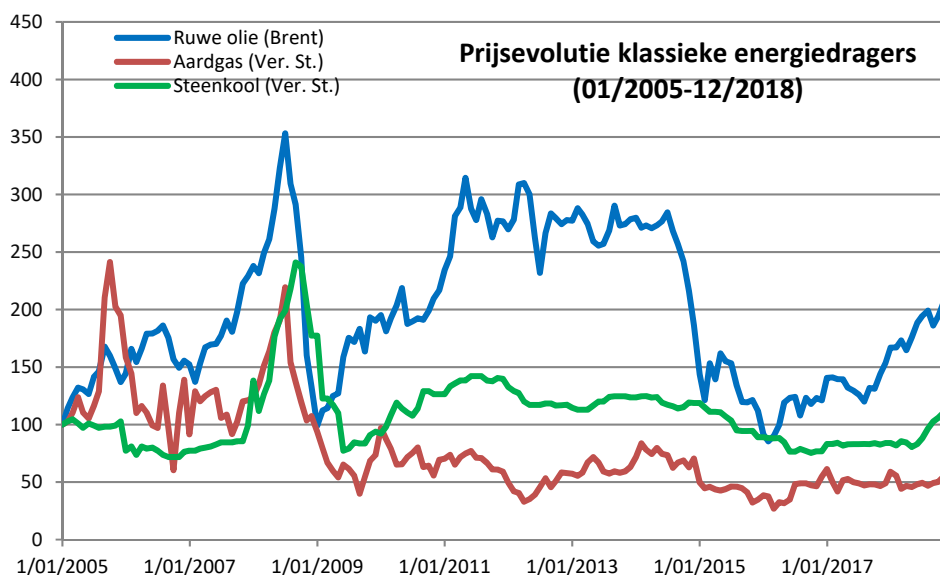
2.5.1. Harde grondstoffen

Onder harde grondstoffen worden alle metalen verstaan (inclusief edelmetalen, maar die bespreken we verder afzonderlijk) en de energiedragers, waaronder steenkool en ruwe olie. Kenmerkend voor deze activaklasse is de tijd nodig om bij een aantrekkende vraag de productiecapaciteit te verhogen. Eens de beslissing genomen om bv. een nieuwe mijn te bouwen, kan het tot drie jaar duren eer het eerste erts wordt gedolven. Bovendien moet dat erts nadien worden verwerkt waarvoor eventueel een nieuwe fabriek dient te worden gebouwd. Tenslotte zijn harde grondstoffen niet onbeperkt voorradig. Anderzijds, bij een overaanbod en zwakke prijzen, kunnen mijnen op korte termijn worden gesloten, waardoor het evenwicht tussen vraag en aanbod zich relatief snel herstelt. De prijzen van harde grondstoffen (metalen) waren tot augustus 2008 flink gestegen zoals onderstaande grafiek aangeeft (CRB grondstoffenindex - metalen - van begin 2000 tot en met 18 december 2018). Dan zijn ze scherp gedaald, om vanaf de lente van 2009 tot midden 2011 opnieuw fors te klimmen. Sindsdien is de trend opnieuw dalend. De vraag naar allerlei goederen en producten trekt dankzij de wereldwijde BBP groei weliswaar aan, maar in tegenstelling tot bv. 20 of 30 jaar geleden resulteert dit niet automatisch in een hogere vraag naar grondstoffen. De industrie werkt efficiënter (er zijn minder grondstoffen nodig om eenzelfde product te maken), terwijl de recyclage veel belangrijker is, waardoor een supplementair aanbod ontstaat. Een voorbeeld hiervan is ruwe olie, maar hetzelfde geldt voor andere grondstoffen zoals staal dat meer en meer door composietmaterialen wordt verdrongen. Bovendien liggen de metaalprijzen vanuit LT perspectief nog steeds op een hoog niveau, ongeveer dubbel zo hoog als het gemiddelde van de periode 1980 - 2000. **Samengevat, ook voor de prijzen van harde grondstoffen verwachten we voor 2019 een gemiddeld vrij vlak verloop, niet in het minst omdat de wereldeconomie afkoelt. Individuele prijsbewegingen kunnen evenwel uitgesproken zijn.**



Sinds 2013 heeft de productie van gas en olie uit leisteenlagen almaar aan belang gewonnen. Vooral de Verenigde Staten profiteren hiervan. Dit land is in 2015 voor het eerst overgegaan tot uitvoer van ruwe olie, daar waar het in de decennia ervoor van import afhankelijk was. **Vergeleken met de toestand van pas vijf jaar geleden, is dit een sensationele ommekeer met echter niet alleen positieve gevolgen.** In eerste instantie heeft de OPEC onder leiding van Saoedi-Arabië de productie van olie uit leisteen willen beperken door extra olie op te pompen en zo de Amerikaanse schalieolieproductie onrendabel te maken: de productieprij van Arabische olie bedraagt immers maar een fractie van die van leisteenolie. Met andere woorden, de OPEC kon zich de luxe veroorloven die weg te bewandelen. Begin 2017 en vanuit de vaststelling dat die politiek op de eerste plaats de eigen inkomsten onderuit haalde (Saoedi-Arabië boekte over 2016 een recordoverheidstekort van 12,6% van het BBP), besliste de OPEC in samenspraak met niet-leden zoals Rusland en Venezuela, productiebeperkingen in te voeren. Deze beperkingen - die intussen tot in 2019 verlengd werden - waren in eerste instantie succesvol. De prijs van een vat ruwe olie (Brent) steeg van een dieptepunt van 46,2 USD op 21 juni 2017 tot 86,1 USD op 3 oktober 2018). Snel daarop volgde echter een zware correctie zodat Brent olie op 18 december 2018 nog slechts 53,4 USD/vat kost. De redenen hiervan zijn de twijfel in de markt of de productiebeperkingen wel kunnen stand houden, de hoge voorraden en de verzwakkende wereldeconomie.

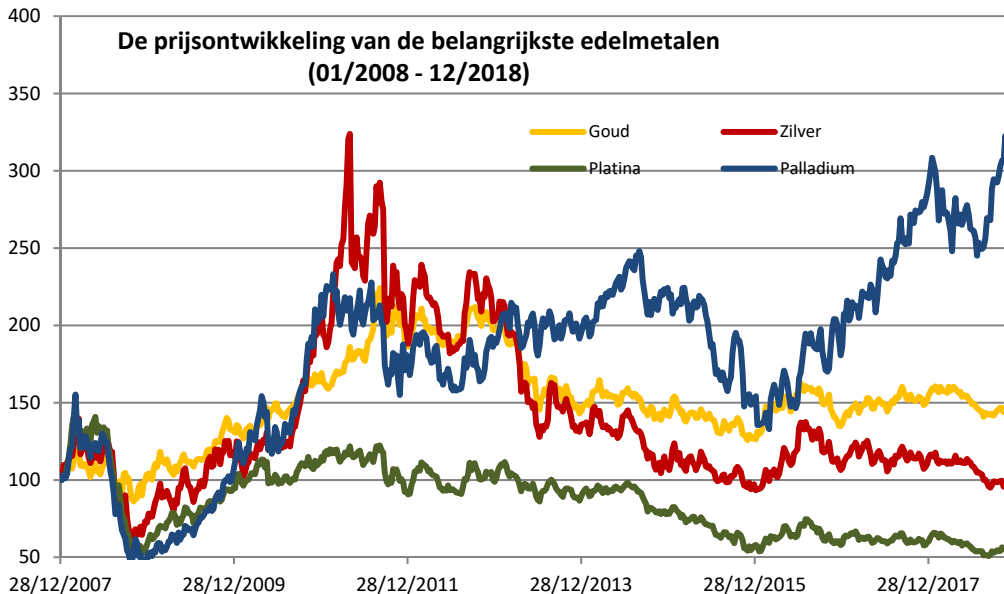
Omdat schalie-oliebronnen vrij gemakkelijk in productie kunnen worden gesteld, is de consensus dat het aanbod van dit type ruwe olie almaar zal groeien. **Hierdoor is het opwaartse prijspotentieel van ruwe olie hoe dan ook beperkt. De consensus spreekt van een maximum richting 70 tot 80 USD per vat.** Bovendien, die vaststelling gebeurt niet alleen op basis van het sterk groeiende aanbod van schalieolie, maar ook omdat het belang van andere energiebronnen steeds meer doorweegt. Alternatieven voor ruwe olie als energiebron zijn op de eerste plaats de andere klassieke energiebronnen (aardgas en steenkool), maar ook milieuvriendelijke alternatieven zoals hydro-energie, wind- en zonne-energie, inclusief kernenergie. Onderstaande grafiek toont de evolutie van de klassieke energiedragers ruwe olie, aardgas en steenkool van begin 2005 tot en met 18 december 2018.



Wat betreft de verwachte prijsevolutie van ruwe olie, spreekt de consensus van een prijs tegen einde 2019 van 55 tot 60 USD per vat (Brent kwaliteit). Dit komt neer op een prijsstijging van zo'n 5% in USD, te rekenen vanaf 18/12/2018. Ook hier hoeft eraan te worden herinnerd, dat dit de prijsevolutie in USD betreft. In EUR kan de prijsevolutie ten gevolge van wisselkoersschommelingen anders zijn.

2.5.2. Edelmetalen

Hoewel ze thuishoren bij de harde grondstoffen worden edelmetalen (vooral goud en zilver) vaak afzonderlijk beschouwd, niet in het minst omdat bv. goud door talrijke centrale banken wordt opgepot als onderdeel van hun reserves. De goudprijs in USD is in 2018 quasi onveranderd gebleven, terwijl de zilverprijs zowat 15% is kwijt gespeeld. Het is echter palladium dat het meest opzienbarend parcours heeft afgelegd. De prijs van dit edelmetaal steeg in 2018 (tot en met 18 december) met 17,3% (in USD) zodat het in absolute cijfers goud bijna heeft bijgebeend. Het breidt hiermee een verlengstuk aan zijn goede prestatie die al begin 2016 van start ging (zie grafiek hieronder). In EUR liggen de prestaties zowat 6% hoger als gevolg van de versteviging van de Amerikaanse munt.



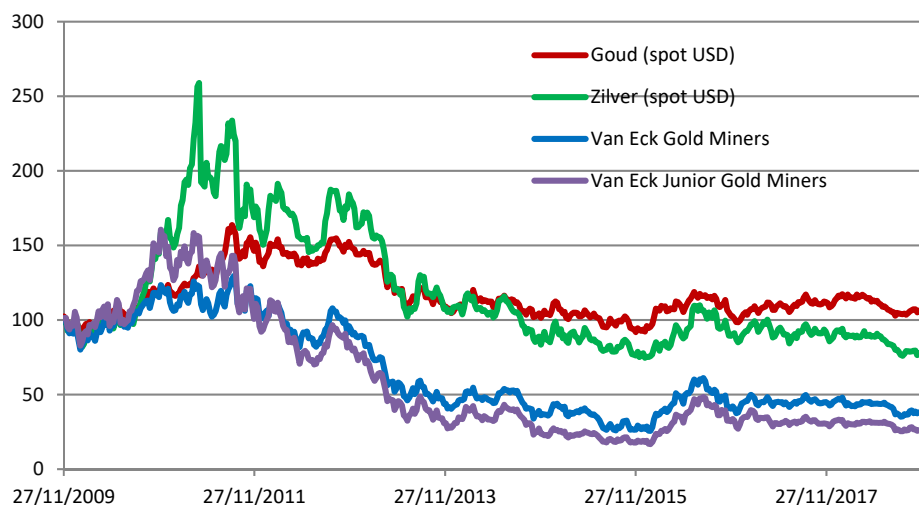
Wat goud en zilver betreft, is er sprake van een sinds vijf jaar afbrokkelende (zilver) tot stabiele trend (goud). **De vraag over de prijsevolutie op korte tot middellange termijn van fysiek goud en zilver is vooral functie van de verwachting dat er morgen geen sterke inflatieopstoot optreedt en dat er geen 'zwarte zwanen' aan de horizon verschijnen.** Lage of geen inflatie betekent dat de centraal bankiers hun meegaande monetaire politiek kunnen verder zetten, zelfs al heeft de Fed de jongste jaren een reeks renteverhogingen doorgevoerd. De reële rente (nominale rente verminderd met het inflatiepercentage) is immers nog steeds licht negatief. Onverwachte ontwikkelingen kunnen dit verhaal echter in de kortste keren veranderen. Hierbij duiken de klassieke risico's voor volgend jaar op: de handelsoorlog tussen China en de Verenigde Staten, de hoge schuldgraad van bedrijven en gezinnen, de Brexit afloop. Zou op de koop toe - en tegen consensusverwachting - de inflatie aantrekken, dan liggen hogere edelmetaalprijzen voor de hand.

Op lange termijn zijn er verschillende factoren die pleiten vooral voor een stijging van de goud- en zilverprijs. Op de eerste plaats is er sprake van een dreigend structureel onevenwicht in de vraag/aanbodverhouding. Als gevolg van de daling van vooral de goudprijs sinds 2011 en de stijging van de productiekosten, worden her en der mijnen (tijdelijk) gesloten en nieuwe projecten in de koelkast gestopt (een evolutie die men ook bij industriële metalen vaststelt). Deze ontwikkeling zal op termijn de prijs van fysiek goud en zilver ondersteunen. Daarnaast hebben beide edelmetalen als beleggingsobject aan populariteit gewonnen dankzij de lancering van ETF's ('Exchange Traded Funds') die hun prijsverloop kopiëren. Tenslotte is het prijsverloop van beide edelmetalen slechts weinig gecorreleerd met dat van de andere grote activaklassen, zodat ze meer en meer worden gebruikt met de bedoeling het totale portefeuillerisico te verminderen. **Ondanks de daling sinds 2011 van de prijs van fysiek goud en zilver, blijven deze edelmetalen een manier om zich te beschermen tegen groot**

economisch onheil, zoals bv. een beurscrash of sterk oplopende inflatie. Vooral goud biedt immers de zekerheid van een zeldzaam metaal, wat ook de economische gang van zaken is. Deze elementen bij elkaar opgeteld wijzen op termijn op hogere goud- en zilverprijzen. De verwachtingen wat betreft de evolutie in 2019 van de prijs van goud en zilver zijn in het licht van de toenemende onzekerheden op economisch en financieel vlak eerder opwaarts gericht. **In het licht hiervan mikt de consensus op een prijs van 1.325 USD per ons tegen het einde van 2019 voor goud (+6,0%) en van 16,15 USD per ons voor zilver (+9,8%).**

Een laatste woord geldt de op de beurs genoteerde goud- en zilverproducenten. Grosso modo vallen die in twee groepen uiteen: zij die actief edelmetalen delven en verkopen, en zij die er op zoek naar zijn of - in het beste geval - die zich in de pre-productie fase bevinden. De koersen van de eerste lijden onder een zwakke goud- en zilverprijs en onder stijgende productiekosten; de tweede ook, echter des te meer omdat de waarde van eventueel gevonden maar nog niet ontgonnen reserves, door de gedaalde goud- en zilverprijs en de gebruikte evaluatiemethode (doorgaans discounted cashflow) scherp achteruit gaat.

Twee ETF's die respectievelijk beleggen in aandelen van bedrijven uit de eerste groep (producerende goudmijnen) en in aandelen van de tweede (pre-productiebedrijven) geven een goed beeld van hoe gevoelig deze sector is voor het prijsverloop van edelmetalen. Beide ETF's worden gepromoot door het Amerikaanse Van Eck Associates en noteren in USD. De eerste EFT is de Van Eck Gold Miners (symbool GDX), de tweede de Van Eck Junior Gold Miners (symbool GDXJ). Startdatum is 20 november 2009 (lancering van GDXJ). Ter vergelijking herneemt onderstaande grafiek tevens de prijsevolutie van fysiek goud en zilver (alles in USD; data tot en met 18 december 2018).

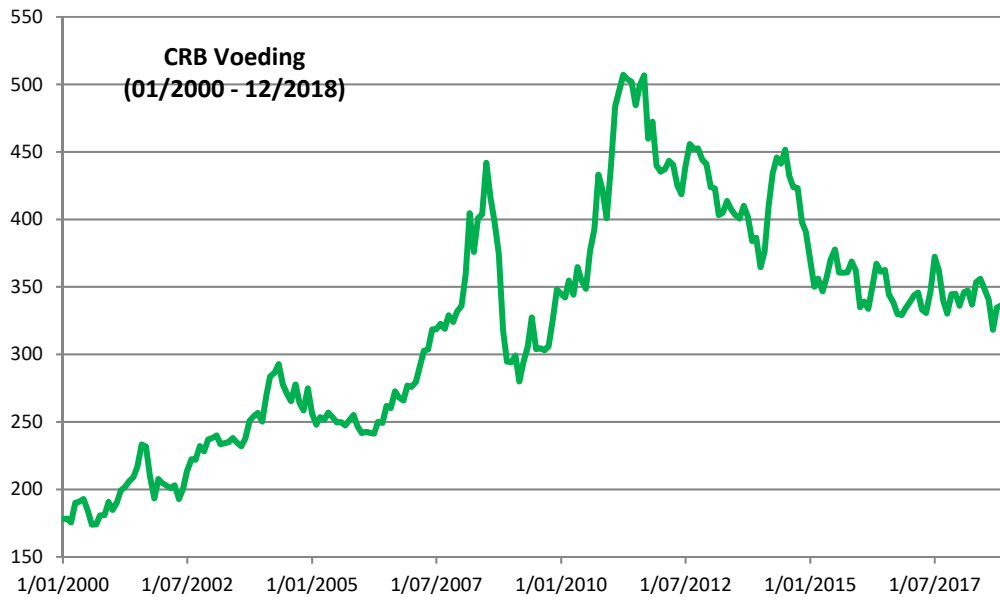


Terwijl de prijs van fysiek goud van 20 november 2009 tot 18 december 2018 licht stijgt, evolueren de aandelenkoersen van de producerende en explorerende goudmijnen dramatisch. Beide zitten gevangen in een langjarig dalende trend. Beleggen in goudmijnaandelen is dus bijzonder risicovol. Niettemin lijkt het laatste paar jaar spraak te zijn van enige uitbodeming. **Indien men in goudmijnaandelen wil beleggen, dan via een gespreid fonds waarop men een stop loss techniek toepast.**

2.5.3. Zachte grondstoffen

Zachte grondstoffen zijn producten van de landbouw (graan, koffie, veeteelt...). Zoals de grafiek hieronder aangeeft (CRB Food Index - van begin 2000 tot 18 december 2018, in USD), hebben de landbouwproducten van begin 2000 tot de lente van 2011 een scherpe opwaartse rit gekend. Nadien

gaat het echter bergaf: op 18 december 2018 verliezen ze ongeveer 1/3^{de} van hun waarde vergeleken met hun top van begin april 2011. De trend is sinds de toppen van 2011 nog altijd dalend.



Zoals voor de metalen, verbergt de CRB index van de voedingsmiddelen sterke individuele verschillen. Zo werden cacao en graan in 2018 bijna 20% duurder, terwijl palmolie, rubber en suiker evenveel verloren. Het spreekt vanzelf dat klimatologische omstandigheden vaak tekenen voor deze tegengestelde prijsontwikkelingen. Op lange termijn lijkt het onafwendbaar dat zachte grondstoffen hun opwaartse trend die meer dan 30 jaar geleden van start is gegaan, verder zetten. De redenen hiervan zijn op de eerste plaats de snel groeiende vraag vanuit opkomende landen als gevolg van de stijgende bevolking. Bovendien treedt in deze landen een verschuiving van de vraag op van basisvoedingsmiddelen naar duurder zoals vlees en bereide producten. Zo de prijzen van zachte grondstoffen structureel opwaarts zijn gericht, liggen grote schommelingen voor de hand (zeer rijke of zware misoogsten). De consensus ziet in 2019 zachte grondstoffen gemiddeld niet veel duurder worden. **Een stijging van de CRB Food index met 2% (in USD) wordt vooropgesteld.**

2.5.4. Besluit

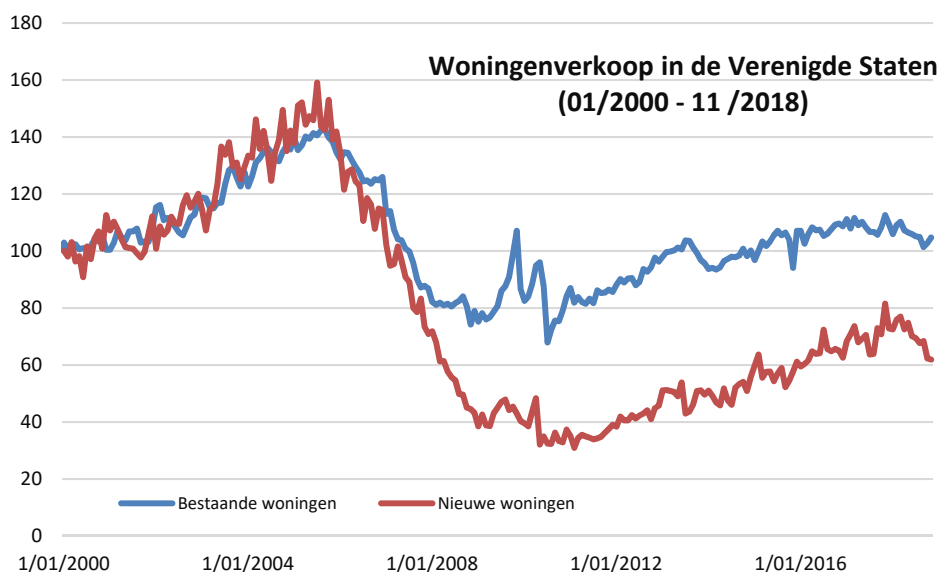
De opgaande trend op lange termijn van de grondstoffenprijzen blijft intact. De reden hiervan is het structurele onevenwicht tussen vraag en aanbod als gevolg van de stijgende wereldbevolking en de toenemende welvaart vooral in de opkomende landen. Sectoraal hoeft te worden gewezen op de massale winning in Noord-Amerika van gas en olie uit leisteen. Hierdoor stoten de prijzen van energiedragers zoals ruwe olie voor enige tijd wellicht tegen een glazen plafond aan. Niettemin en precies omdat ze sinds oktober zo fel zijn verzwakt, zullen energiedragers in de loop van volgend jaar wellicht opnieuw wat duurder worden. De consensus voorspelt voor alle andere harde grondstoffen voor volgend jaar gemiddeld een vrij vlak verloop (in USD). De prijsevolutie van edelmetalen kan profiteren van de stijgende onzekerheid en van het terugdraaien van het goedkoopgeldbeleid. Een gematigde stijging is mogelijk. De prijzen van zachte grondstoffen kennen op lange termijn een opgaande trend. Voor 2019 verwacht de consensus geen grote verschillen; een gemiddelde stijging van 2% in USD wordt voorop gezet. Net zoals voor de harde grondstoffen, zullen de individuele prijsverschillen tussen de verschillende zachte grondstoffen ook volgend jaar groot zijn niet in het minst als gevolg van extreme klimaatomstandigheden die tot misoogsten kunnen leiden.

2.6. Vastgoed

2.6.1. Stand van zaken

Ongeveer omgekeerd evenredig met de neergang van de beurzen in de periode maart 2000 tot maart 2003, stegen de vastgoedprijzen in het Westen tot begin 2007. Deze forse stijging - gevoed door overvloedig en goedkoop krediet - mondde uit in een zware correctie. Vooral landen waar de toegang tot krediet gemakkelijk was (Ierland, Nederland, Spanje, de Verenigde Staten...) kenden sterke prijsdalingen. Veel van deze vastgoedmarkten hebben deze donkere periode niet alleen achter zich gelaten, maar hebben intussen nieuwe historische maxima opgezocht. **In enkele landen en voor enkele deelmarkten lijkt het er daarom meer en meer op dat de hoogdagen van voor 2007 terug zijn.** Opnieuw lijkt de politiek van ultra lage rente en kwantitatieve versoepeling van de grote centrale banken hieraan ten grondslag te liggen. Niet alleen de Westerse centrale banken en de BoJ zijn de grote voortrekkers, ook de Chinese centrale bank voert nog altijd een sterk verruimend monetair beleid. **Bij gebrek aan rendement op vastrentende beleggingen, zoeken steeds meer mensen naar alternatieven waaronder vastgoed. Dit heeft als resultaat dat de vastgoedmarkten in grote delen van de wereld steeds meer tekenen van oververhitting vertonen.**

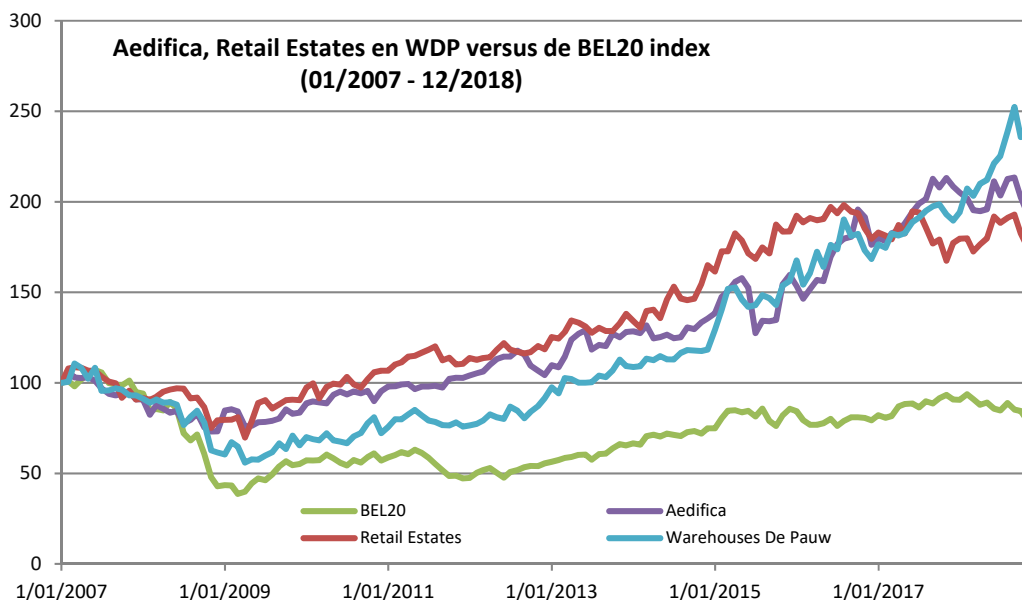
De verkopen van bestaande en nieuwe eengezinswoningen in de Verenigde Staten hebben zich sinds begin 2000 tot en met einde november 2018 als volgt ontwikkeld.



Verkopen van bestaande woningen hebben zich genormaliseerd (ze staan op het peil van begin 2000), maar de bouw van nieuwe eengezinswoningen loopt nog steeds flink achter, al is er sinds de dieptepunten van 2011 een duidelijk herstel opgetreden. De achterstand vergeleken met de topjaren 2005 en 2006 is echter nog groot. Bovendien blijken de verkopen sinds begin 2018 terug te vallen. Sommige deelmarkten zoals luxeappartementen in New York of duurdere villa's in de betere wijken van Los Angeles en San Francisco kijken tegen verliezen aan van meer dan 30% sinds het jaarbegin. Het ligt voor de hand dat de herhaalde renteverhogingen en deze die voor 2019 nog in de pijn zitten, niet meteen de bouwactiviteit prikkelen. In West-Europa komt hetzelfde beeld naar voor: de vastgoedmarkten hebben zich hersteld van de zware correctie 2008-2009, terwijl hier en daar tekenen van overdrijving merkbaar zijn.

2.6.2. Toekomstige evolutie

Wat de prijsevolutie op lange termijn van vastgoed betreft, dient men een ruimere tijdshorizon te hanteren dan een paar jaar. **Op lange termijn beantwoorden vastgoedprijzen aan meer fundamentele trends** zoals demografische ontwikkelingen, de verstedelijking of - in West-Europa - de groeiende voorkeur voor kleinere woonegelegenheden en de hoge immigratie. Bovendien moet tussen de verschillende soorten vastgoed een onderscheid worden gemaakt. Wat België betreft, evolueren de prijzen van beter residentieel vastgoed gelegen buiten de grote agglomeraties dikwijls vrij vlak, maar in de binnenstad (Antwerpen, Gent, Brugge) is dat anders. Ook sommige bedrijfspanden zijn nog steeds erg gewild. Illustratief in dit verband zijn de beurskoersen van een aantal Belgische gereguleerde vastgoedvennootschappen (GVV). Hoewel deze fondsen de voorbije jaren al goed hebben gepresteerd en ze meestal flink boven hun boekhoudwaarde noteren, blijven ze aantrekkelijk omwille van hun vaak interessante dividend en de kans dat dit in de komende jaren verder stijgt. Overigens, de vergelijking met hun boekwaarde loopt mank omdat deze geen rekening houdt met de waardecreatie dankzij het actieve beheer, bv. door het massale gebruik van zonnepanelen, of nog, door oudere panden systematisch op te waarderen. In een omgeving van ultra lage rente die wat de eurozone betreft wellicht gedurende geheel 2019 zal aanhouden, springen Belgische GVV op het voorplan dankzij hun nog steeds goede risico-rendementsverhouding, die door de recente correctie nog aantrekkelijker is geworden. **Voor 2019 kunnen ze naar verwachting een totaalrendement van 6% afleveren** (inclusief netto dividend). Als voorbeeld hiervan geeft onderstaande grafiek de prestaties weer van Aedifica (vooral seniorenflats, mikt op de verouderende bevolking, is wat risicovoller geworden door de recente acquisitie van een Britse portefeuille), Retail Estates (baanwinkels, profiteert van de beperkte uitbreidingsmogelijkheden) en Warehouses De Pauw - WDP (opslag, geniet ten volle van de boom in de internethandel), vergeleken met de BEL20 index. Tot en met 18 december 2018 presteren deze GVV over de beschouwde periode bijna dubbel zo goed als de BEL20. Bovendien betreft dit uitsluitend de koersevolutie: de dividenden uitgekeerd door de GVV liggen gemiddeld een stuk boven die uitgekeerd door de bedrijven die deel uitmaken van de BEL20 index. De totale prestatie van de GVV overtreft die van de BEL20 index dus nog wat meer dan blijkt uit onderstaande grafiek.



We waarschuwen echter voor bovenmatig enthousiasme. De netto boekhoudwaarde van bijna alle GVV's (d.w.z. de waarde van de activa verminderd met de schulden) ligt een beduidend stuk onder hun beurskapitalisatie. Dit is voor een stuk gewettigd (zie hoger), maar het is toch vooral het hoge dividend samen met de verwachting dat dit de komende jaren verder stijgt, dat de koers van deze effecten stuurt. Tegelijkertijd betekent dit dat de koersen van de meeste GVV's afhankelijk zijn van de

evolutie van de rentevoeten. Zolang de ECB haar politiek van ultra lage rente en kwantitatieve versoepeling verderzet, is er geen vuiltje aan de lucht. Van zodra hierin verandering komt, kunnen de koersen van vastgoedvennootschappen nog meer onder druk komen te staan. Maar zoals hoger gemeld, is het niet de verwachting dat de ECB snel het rentewapen van schouder verwisselt.

Naast het onderscheid tussen de soorten vastgoed (residentieel, kantoren, opslagruimten...) kan men een vastgoedbelegging ook indelen op basis van de gekozen investeringswijze. Een vastgoedbelegging kan immers direct gebeuren (men verwerft voor notaris de titel van het vastgoed), dan wel indirect (men verwerft aandelen of deelbewijzen die het eigendom van het vastgoed vertegenwoordigen). **Men mag de voordelen van investeren in vastgoed via beursgenoteerde vastgoedfondsen niet onderschatten.** Dit is een veel meer liquide aanpak dan wanneer men rechtstreeks in stenen investeert; men kan zijn belegging indien nodig veel gemakkelijker realiseren. Bovendien betalen dergelijke roerende vastgoedbeleggingen doorgaans een hoger netto rendement uit en beschermen ze evengoed tegen inflatie.

2.6.3. Besluit

Rechtstreekse vastgoedbeleggingen zijn in een aantal regio's en steden de voorbije jaren flink duurder geworden zodat er soms sprake is van oververhitting. Aandelen van West-Europese ondernemingen die op hun beurt in een portefeuille vastgoed beleggen, zijn een ander verhaal. De redenen hiervan zijn de diversificatie, de grote zekerheid van de huuropbrengsten en de huurindexatie. Uiteraard dringt zich ook hier een strenge selectie op. Een aantal Belgische GVV's die investeren in baanwinkels, seniorenflats en logistiek, bieden een aantrekkelijk risico gecorrigeerd rendement. Hetzelfde geldt voor vergelijkbare fondsen in andere landen (Duitsland, Frankrijk...). Ook op dit vlak is de politiek van de ECB echter allesbepalend. Zouden de rentevoeten in euro oplopen, dan is het waarschijnlijk dat de koersen van quasi alle vastgoedvennootschappen hiervan de negatieve weerslag ondervinden. Maar dit is niet het consensusscenario.

2.7. Hedgefondsen

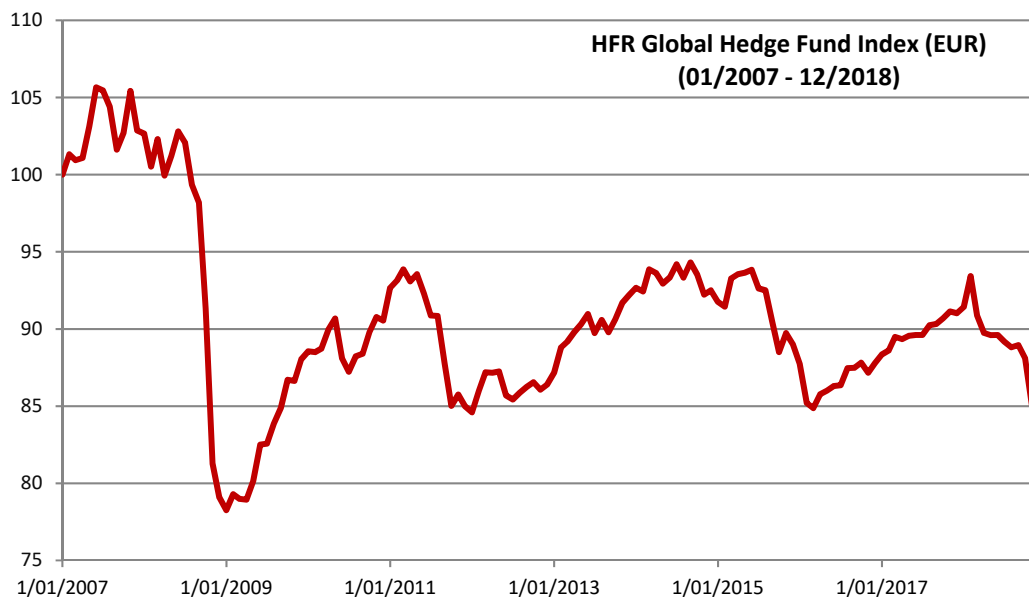
2.7.1. Algemeen

Fondsen in afgeleide producten (d.w.z. fondsen die opties, futures en swaps gebruiken en die vaak een beroep doen op een hefboom), hebben geen smetteloze reputatie. Zo lokten ze sinds het begin van de 90er jaren van de vorige eeuw al verschillende keren financiële systeemcrisis uit. Maar men moet een onderscheid maken tussen het gebruik van afgeleide producten met de bedoeling het rendement van bestaande beleggingen te verbeteren en/of te beschermen (bv. het gedekt schrijven van calls of het kopen van putopties) en het zuiver speculatieve gebruik ervan. De eerste toepassing geeft blijk van een gezonde visie wat betreft beleggen op de lange termijn, terwijl bij de tweede speculatie de bovenhand heeft. In de volgende bladzijden houden we uitsluitend hedgefondsen tegen het licht. Dat wil zeggen beleggingsfondsen die - gebruikmakend van afgeleide producten - een strategie volgen die op zo diverse zaken betrekking heeft als beleggen in bedrijven in moeilijkheden, in wisselkoersontwikkelingen of in het shorten van aandelenkoersen.

2.7.2. Rendement

Onverminderd de systeemrisico's eigen aan hedgefondsen, heeft deze sector gemeten aan de HFR Global Hedge Fund Index (EUR) sinds begin 2007 (toen de financiële crisis zich aankondigde) een ontgoochelende koersontwikkeling laten zien (cf. grafiek hieronder). **Daar waar hedgefondsen verondersteld worden te beschermen tegen stormweer op de financiële markten, verliezen ze**

evengoed zwaar. Op 18 december 2018 noteren ze meer dan 15% onder het peil van voor de financiële crisis; erger, de relatieve toppen van begin 2011, midden 2014 en begin 2018 zijn verder weg dan ooit. Een van de belangrijkste oorzaken hiervan zijn de ultra lage rentevoeten. Immers heel wat hedgefondsen parkeren een groot deel van hun activa in risicoloze geldmarktfondsen, die dienen als waarborg ('margin') voor het openen van meer speculatieve posities. Aangezien risicoloze geldmarktbeleggingen nauwelijks een rendement afleveren (of als gevolg van de negatieve rente zelfs geld kosten), is deze inkomstenbron voor de hedgefondsen opgedroogd. De relatieve populariteit van hedgefondsen steunt bijgevolg eerder op het feit dat - wanneer het stormt op de financiële markten - deze alternatieve structuren minder verliezen dan de grote activaklasse van de aandelen, dan wel dan dat ze consistent goede prestaties afleveren.

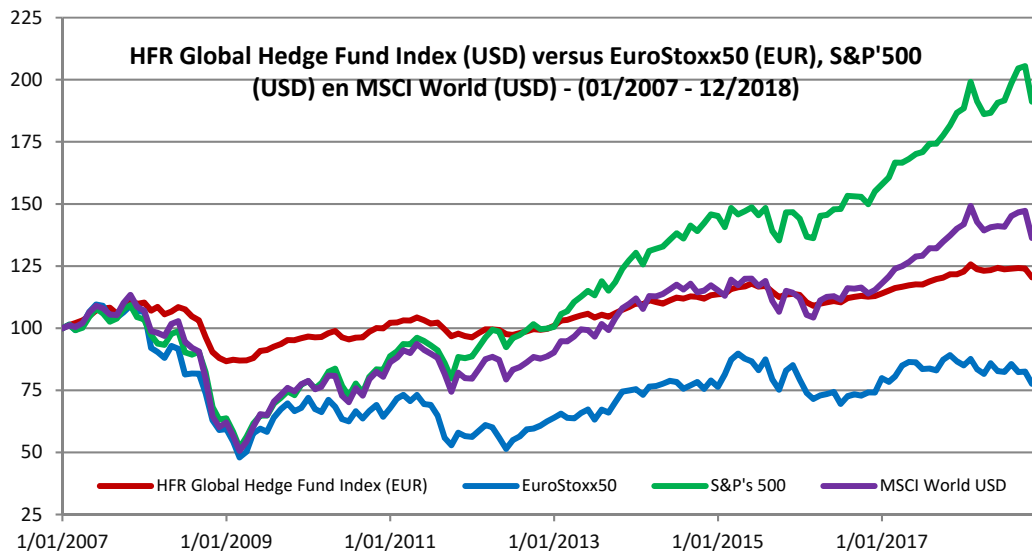


Bovendien rijzen een aantal vragen over de relevantie van de door sommige hedgefondsen geafficheerde rendementen. Op de eerste plaats is de toegang tot de beter presterende hedgefondsen vaak gesloten: er worden geen nieuwe deelbewijzen meer uitgegeven. Vervolgens is beleggen in zo'n fonds dikwijls een daad van blind vertrouwen. De meeste hedgefondsen publiceren het detail van hun posities niet of in het beste geval met grote vertraging. Daarnaast is er de vaststelling dat de spreiding rond het gemiddelde van de rendementen geen normale verdeling (klokfiguur) volgt. In de praktijk bevindt de grote meerderheid van de returns van hedgefondsen zich onder het gemiddelde, terwijl slechts een beperkt aantal hoogvliegers (maar die dus vaak gesloten zijn voor nieuwe beleggers) verantwoordelijk is voor het gemiddelde rendement. Tenslotte gebruiken veruit de meeste hedgefondsen de USD als referentemunt, wat - bij afwezigheid van enige afdekking - een valutarisico impliceert voor niet-USD beleggers.

2.7.3. Dakfondsen van hedgefondsen

Dit type dakfondsen (fondsen van hedgefondsen) is een veiligere manier voor de doorsnee belegger om in hedgefondsen te investeren. **De gemiddelde opbrengsten van dakfondsen van hedgefondsen zijn beduidend beter dan de returns van veel individuele hedgefondsen** (zie hoger), wat nog maar eens onderstreept dat beleggen via fondsen onder meer resulteert in een betere risicocontrole. Onderstaande grafiek geeft de waardeontwikkeling weer van de Hedge Fund Research International Composite Fund of Funds Index, in USD) en vergelijkt die met de Euro Stoxx 50, de S&P's 500 en de MSCI World. Blijkt dat de HFR Global Hedge Funds Index over de beschouwde periode van bijna 12 jaar de Euro Stoxx 50 verslaat, maar moet onderdoen voor de wereldindex en de S&P's 500. Bovendien komt die prestatie tot stand met minder volatiliteit. Dit is een goed resultaat, al geldt ook hier de

vaststelling dat bij negatieve beursevoluties, fondsen van hedgefondsen evenzeer terrein verliezen. Dit was zo in 2008-2009, tijdens de eurocrisis van 2011 en sinds oktober van dit jaar.



De rendementsdoelstelling voor dakfondsen van hedgefondsen wordt voor 2018 vastgelegd op 1,0% in USD. Voor een EUR belegger kan het totale rendement als gevolg van wisselkoersschommelingen beter of slechter uitkomen.

2.7.4. Besluit

Met uitzondering van fondsen van hedgefondsen, slaagt het grootste deel van de hedgefondsen er niet in om op een consistente wijze een positieve return neer te zetten. Deze vaststelling doet geen afbreuk aan het feit dat een beperkt aantal fondsen een positieve performance realiseert ook in dalende aandelenmarkten. Vaak zijn ze echter gesloten voor nieuwe investeerders. Concreet betekent dit dat alternatieve beleggingen zoals opties en futures bij voorkeur worden gebruikt binnen het totaalbeheer van een portefeuille, eerder dan dat ze voor de eigen merites als op zichzelf staande beleggingen worden gekocht.

2.8. Rendementsverwachtingen 2019

De consensusverwachting op basis van de economisch-financiële vooruitzichten voor 2019, leidt tot de volgende prognoses wat betreft het totaalrendement van de grote activaklassen (totaalrendement = interest of dividend +/- de koersevolutie, voor verrekening van inflatie) en dit vertrekkend van de koersniveaus op 18 december 2018.

Omschrijving / valuta	Rendementsprognose 2019 (in %)
Basisrente - EUR (per einde 2019)	0,1
Basisrente - USD (per einde 2019)	3,0
Basisrente - JPY (per einde 2019)	0,0
Obligaties topkwaliteit - EUR	0,1
Obligaties topkwaliteit - USD	0,0
Obligaties topkwaliteit - JPY	0,0
Aandelen Eurozone - EUR	2,0
Aandelen Verenigde Staten - USD	0,0

Aandelen Japan - JPY	2,0
Aandelen opkomende landen - USD	3,0 tot 5,0
Aandelen kleinere bedrijven	-2,0 extra
Harde grondstoffen metalen - USD	0,0
Ruwe olie (Brent kwaliteit) - USD	5,0
Edelmetalen (goud) - USD	6,0
Zachte grondstoffen - USD	2,0
Belgische GVV - EUR	6,0
Dakfondsen van hedgefondsen - USD	1,0

Opgelet! Dit zijn niet meer dan ramingen op basis van de consensusverwachtingen midden december 2018. De werkelijkheid kan sterk verschillen als gevolg van wijzigingen op het vlak van het economisch-financiële scenario, als gevolg van wisselkoersevoluties of als gevolg van geopolitieke ontwikkelingen of grote rampen. In dit verband verwijzen we naar de 'disclaimer' op de titelpagina.

2.9. Afwijkende visies

De consensusvisie is de grootste gemene deler van de verwachtingen zoals verwoord door de geraadpleegde bronnen, aangevuld met eigen interpretaties. Het spreekt vanzelf dat er afwijkende visies bestaan die soms heel wat rooskleuriger zijn, soms ronduit pessimistisch. **Het belang van afwijkende visies voor wat betreft de economisch-financiële prognoses voor 2019 neemt toe.** De belangrijkste redenen hiervan zijn de grote onduidelijkheid over de afloop van het handelsconflict tussen China en de Verenigde Staten, over de Brexit en over de vraag of de huidige afkoeling van de conjunctuur zal uitmonden in een recessie of niet. **Vergeleken met de consensusvisie, leidt een afwijkende visie tot beduidend andere uitkomsten wat betreft de economisch-financiële verwachtingen voor volgend jaar.**

2.9.1. Positieve bias (waarschijnlijkheid 25%)

China en de Verenigde Staten vinden tegen maart een oplossing voor hun handelsgeschil zodat het protectionisme niet verder veld wint en de wereldeconomie opnieuw sterker kan groeien. In Groot-Brittannië volgt een nieuw referendum waarbij de uitslag het einde betekent van de Brexit: het Verenigd Koninkrijk blijft deel uitmaken van de Europese Unie. In de Verenigde Staten komen er geen nieuwe renteverhogingen, maar laat de Fed uitschijnen dat tegen de herfst een eerste renteverlaging op het programma staat. In het licht van de verzwakkende conjunctuur verwijzen de ECB en de BoJ ieder plan tot renteverhoging naar de verre toekomst. **Als gevolg van dit alles en met op de achtergrond laag blijvende grondstoffenprijzen (ruwe olie, metalen), herwinnen consumenten en producenten wereldwijd het vertrouwen.** De conjunctuurverzwakking blijft beperkt; vanaf midden 2019 loopt de BBP groei opnieuw op. China slaagt erin om zijn economische problemen (schulden- en vastgoedbel) in te dammen, terwijl onder leiding van de tandem Macron/Merkel - die een nieuw elan heeft gevonden - het sentiment in de eurozone fors verbetert en de EUR verstevigt. De bedrijfswinsten stijgen, wat de beurskoersen opstuwt zodat de correctie van einde 2018 - begin 2019 snel wordt vergeten. In dergelijk scenario doen vastrentende beleggingen het slecht omdat de lange rente onder invloed van de betere economische perspectieven wat oploopt waardoor de obligatiekoersen dalen. Ook de vastgoedprijzen zitten opnieuw in de lift nu de centraal bankiers de voorkeur blijven geven aan ultra lage rentevoeten boven het intomen van inflatie die hier en daar oploopt. Einde 2019 zijn analisten verbaasd dat het jaar zo positief eindigt, onder meer met nieuwe historische topkoersen van een aantal beursindices. **De twijfels die een jaar eerder nog zo groot leken, waren achteraf voor niets nodig.**

2.9.2. Negatieve bias (waarschijnlijkheid 25%)

Pessimistische scenario's over de economische evolutie in 2019 verwachten vooral dat de handelsbesprekingen tussen China en de Verenigde Staten lang aanslepen en dat de uitkomst hoe dan ook zwaar op de groei van de wereldhandel zal wegen. Als gevolg hiervan valt de Chinese economische groei terug en komen heel wat opkomende landen in economisch stormweer terecht. Wat dit laatste betreft, speelt ook de hoge schuldgraad hen parten: hun inkomsten en de koers van hun valuta's vallen terug zodat ze moeite hebben om aan de aflossingen van interest en kapitaal te voldoen. In Europa eindigt de Brexit in chaos, terwijl in Frankrijk president Macron er niet in slaagt de sociale onrust te beteugelen en dit ondanks een forse verhoging van de overheidsuitgaven. Het consumentenvertrouwen keldert wereldwijd, zodat overal de economie in recessie geraakt. Als reactie verlagen de centrale banken overal ter wereld de rente, maar slechts de Amerikaanse heeft hiertoe voldoende ruimte. In de eurozone en Japan worden daarom nieuwe monetaire experimenten op het getouw gezet, van een zwaar negatieve beleidsrente tot nooit geziene programma's van kwantitatieve versoepeling. Echter, het vertrouwen in hun kunnen is beschadigd waardoor de impact van deze maatregelen beperkt blijft.

Zelfs maar licht negatieve scenario's dreigen een grote impact te hebben op de verwachtingen voor de grote activaklassen. Meer in het bijzonder de waardering van aandelen zou nog meer kunnen terugvallen, zelfs rekening gehouden met de correctie die zich sinds oktober 2018 ontvouwt. Dit is vooral het geval in de Verenigde Staten waar heel wat aandelen gewaardeerd zijn op basis van positieve inschattingen wat betreft de Amerikaanse economische groei en bedrijfswinsten in 2019 en nadien. **Het is niet realistisch te verwachten dat mochten de Amerikaanse beurzen om een of andere reden stoom aflaten, de Europese, Japanse... hieraan zullen ontsnappen.** Het tegendeel zal het geval zijn. **Wereldwijd zullen de aandelenbeurzen verder dalen.** Ondanks de stevige correctie sinds begin oktober 2018, calculeren de beurzen einde 2018 nog altijd een vrij positieve gang van zaken in voor 2019 en nadien. **Daarom: om zich tegen onverwachte neerwaartse ontwikkelingen op de aandelenmarkten te beschermen, is de beste strategie het toepassen van een stop loss techniek.**

2.9.3. Besluit

Economie is geen exacte wetenschap en daarom kan men niet uitsluiten - ondanks de lagere waarschijnlijkheid - dat een alternatief scenario werkelijkheid wordt. Maar aan de andere kant zullen politici en centraal bankiers dit niet zomaar laten gebeuren. Daarom is het consensusscenario dat in 2019 mikt op een verdere wereldwijde economische groei samen met lage tot ultra lage rentevoeten, het meest waarschijnlijke.

2.10. Slotbeschouwingen

1. Deze studie steunt op de consensusverwachtingen van een groot aantal (supranationale) overheidsinstellingen en commerciële financiële instituten. Omdat de consensusverwachting de grootste gemene deler is, verbergt deze invalshoek visies die sterk verschillen. Daarom werden supra een meer positieve, respectievelijk een meer negatieve analyse kort besproken.

2. De rode draad die doorheen deze voorspellingen loopt, is de groeiende onzekerheid gecreëerd door de monetaire politiek van de grote centrale banken. Ze handelen wellicht met de beste bedoelingen, maar ze passen financieel-economische remedies toe die nog nooit in de moderne geschiedenis zijn gebruikt. De economische theorie zegt dat het ongebreideld creëren van extra geld moet eindigen in het fors oplopen van inflatie. Slechts indien de grote centrale banken er op het juiste ogenblik in slagen deze extra geldhoeveelheid opnieuw uit het economische systeem te halen, kan sterke

geldontwaarding worden vermeden. Zo'n ingrepen zullen de rente op korte en lange termijn echter doen stijgen. Dergelijke werkwijze is niet in het belang van de overheden die de kostprijs van hun hoge schulden onder controle willen houden. Bovendien, als kwantitatieve versoepeling en ultra lage rente volgens de centraal bankiers noodzakelijk zijn om de economie er opnieuw bovenop te helpen, dan kan men geredelijk aannemen dat een omgekeerde monetaire politiek (terugdraaien kwantitatieve versoepeling en hogere rentevoeten - iets wat vandaag in de Verenigde Staten gebeurt) zal aanleiding geven tot een economische terugval.

3. In het licht hiervan volgen een aantal slotbeschouwingen die partim teruggaan op studies van derden, partim op eigen analyses. Ze plaatsen een kritische noot bij de consensusverwachtingen zonder daarom in een van de alternatieve scenario's te vervallen.

- **Door de bank genomen blijven de overheidsuitgaven stijgen.** Zo slaagt bv. de Belgische overheid er niet in een begroting in evenwicht in te dienen, terwijl de economische groei nochtans vrij hoog is. Een ander voorbeeld zijn de Verenigde Staten die op het ogenblik dat de economie boomt, uitpakken met een sterk expansief verhaal (lagere belastingen, hogere overheidsuitgaven), waardoor de overheidsdeficits toenemen. Oplopende overheidsschuld terwijl de economie goed boert, is een evolutie die niet veel goeds voor de toekomst voorspelt.
- **De centraal bankiers beseffen best dat hun uitermate expansief monetair beleid op termijn extra risico's creëert waaronder vooral het oplopen van inflatie.** Het geweer van schouder veranderen gaat echter (te) langzaam. Slechts de Fed is begonnen met het terugdraaien van de kwantitatieve versoepeling. De ECB en de BoJ doen rustig verder. Op die manier leggen ze de basis van grote, toekomstige financiële onevenwichten.
- **De geloofwaardigheid van de centraal bankiers kan snel verdwijnen zo hun monetaire politiek verkeerd uitpakt.** Gevolgen: een sterke stijging van de lange rente, crashende aandelenbeurzen en wild schommelende wisselkoersen. Zo de wereldeconomie in een recessie terechtkomt, is dit scenario dichterbij dan velen denken.
- Omdat er nog steeds geen sprake is van voldoende convergentie op economisch, fiscaal en sociaal vlak tussen de eurolidstaten, **blijft de toekomst van de EUR zoals hij vandaag bestaat onzeker.** Cruciaal is de evolutie in Frankrijk. Zo dit land zijn overheidsdeficit opnieuw laat oplopen, is de breuklijn tussen de Noordelijke en Zuidelijke eurolidstaten scherper dan ooit. Wat België betreft, is het hoogst onduidelijk - gelet op de onzekerheid over de uitkomst van de verkiezingen van mei 2019 - tot welk kamp dit land uiteindelijk zal toetreden.
- De Verenigde Staten genieten van een competitief voordeel dankzij de massaal gewonnen schalieolie. Tegelijkertijd legt deze extra olieproductie een feitelijk plafond op aan de olieprijs, geraamd op zo'n 70 tot 80 USD per vat. **Ondanks de verwachte verdere groei van de wereldeconomie, zal de prijs van ruwe olie in 2019 niet veel stijgen.** Dit is niet alleen het gevolg van de sterk groeiende productie van schaalolie, maar ook van de doorbraak van alternatieve energiebronnen en van de revival die kernenergie vooral in de opkomende landen kent.
- **De Chinese groeicijfers blijven naar Westerse normen zeer hoog.** Een groot stuk van deze groei is echter krediet gedreven. Zou het schuldenbeheer ontsporen, kan dit resulteren in problemen die niet alleen China, maar ook de hele wereldeconomie treffen. De consensus kijkt o.i. te relax naar zo'n risico.
- **Ieder jaar moeten de financiële markten niet in te schatten gebeurtenissen verwerken. Het is onwaarschijnlijk dat 2019 hieraan ontsnapt.**
- De waardering van de EUR, respectievelijk de USD, zal nog veel meer dan in het verleden fluctueren op de golven van de acties van de centrale banken. Beide munten zijn intrinsiek zwak (kiezen tussen de pest of de cholera...). Alternatieven zijn dun gezaaid, vooral omdat de achterliggende economieën klein zijn (AUD, CAD, CHF, NOK, SEK...). Munten van grotere opkomende landen (BRL, INR, ZAR...) zijn geen alternatief omdat de centrale banken van deze landen niet machtig genoeg zijn om de wisselkoers van de eigen munt tegenover EUR, JPY en USD blijvend te beïnvloeden. **Als gevolg van de consensusverwachting dat de Fed in de loop van volgend jaar de korte rente twee keer verhoogt,**

spreekt de consensus per einde 2019 over een wat duurere USD tegenover de EUR. Niettemin, het voorspellen van de wisselkoers EUR/USD is natte vingerwerk, temeer daar speculatieve geldstromen een veelvoud vertegenwoordigen van de handelstromen. Het zou daarom best kunnen dat de EUR eind volgend jaar veel steviger noteert tegenover JPY en USD dan de consensus inschat.

- **Wat obligaties betreft, maken we een onderscheid tussen stukken uitgedrukt in USD en van investment grade kwaliteit, en alle andere.** Omdat de Amerikaanse rente vandaag beduidend hoger noteert dan deze in EUR of JPY en de Amerikaanse economie volgend jaar snelheid zal verliezen, verwachten we dat de USD rente vrij sterk zal dalen. **Dit betekent dat USD obligaties van investment grade kwaliteit in 2019 wellicht in waarde zullen stijgen, naarmate de rente daalt.** Deze stukken zijn met andere woorden interessante vrij risicoloze beleggingen, ware het niet dat voor een EUR belegger het valutarisico speelt. Een manier om hieraan te ontsnappen is in deze effecten te beleggen via een fonds dat het valutarisico afdekt. Obligaties uitgedrukt in andere courante valuta dan de USD genereren vandaag een veel te laag rendement.

- Meer concreet en zonder extreme gebeurtenissen te verdisconteren, heeft het voorgaande tot gevolg dat **de consensus wat betreft de verwachte rendementen o.i. hoeft bijgestuurd te worden.** Aandelen zouden (nog) een stuk slechter dan verwacht kunnen presteren, onder meer omdat de snelle, verdere stijging van de schuldgraad de wereldeconomie veel fragieler maakt. Schulden moeten ooit worden terugbetaald. Slaagt men hierin niet of slechts ten dele, dan heeft dit een negatief effect op de wereldeconomie: in plaats van stijgende prijzen (inflatie) treden dan prijsdalingen (deflatie) op. Het gevolg van het gedwongen afboeken van activa (met name de vordering op de schuldenaar die in gebreke blijft), is dat het vermogen van de kredietverstrekker daalt. Minder vermogen, betekent lagere uitgaven en dus een mindere BBP groei.

- De financiële markten werden in 2018 en tot begin oktober gekenmerkt door een bijzonder lage volatiliteit. **In het verleden werden perioden van zeer lage volatiliteit steeds gevolgd door een beurscorrectie, iets wat sinds oktober 2018 is gebleken.** We verwachten dat oplopende volatiliteit en dus sterk schommelende beurskoersen ook in 2019 het nieuwe normaal zullen zijn.

- Terwijl de geboden rente onwaarschijnlijk laag is en de gegeven waarborgen almaar minder voorstellen, blijven de wereldwijde (obligatie)schulden snel oplopen. **Hoeveel meer lucht kan die ballon bevatten voor hij ontploft?** De historisch hoge wereldwijde schuldgraad is met voorsprong het grootste risico voor de financiële markten. **Zou om gelijk welke reden die schuldballon springen, dan dreigt voor de financiële markten een crisis waartegen die van 2008-2009 verbleekt.**

- Indien de wereldeconomie in een recessie terechtkomt, bv. omdat de schuldballon is ontploft, zullen de GCB nooit geziene maatregelen in stelling brengen om hieraan het hoofd te bieden. Zouden diep negatieve rentevoeten hiertoe behoren, dan is het best mogelijk dat aandelen, sterk zullen stijgen. Immers, wat is dan het alternatief? Dit is als een joker, **een ontwikkeling die vandaag onwaarschijnlijk lijkt, maar die in het kader van een afzwakkende tot negatieve economische groei almaar realistischer is.**

- Vandaag kiezen voor aandelen impliceert rekening houden met een hoge volatiliteit en dus jojoënde beurzen. **Om zich hiertegen te beschermen, is het aangewezen i) te beleggen via fondsen of ETF's en ii) een beroep te doen op een stop loss methodologie.**

- **Concreet denken we dat beleggers voor 2019 actueel de beste kansen vinden bij USD obligaties van goede kwaliteit (maar er bestaat voor een EUR belegger een wisselrisico), bij edelmetalen (fysiek goud) en bij Europese vastgoedondernemingen. Het huidige klimaat op de financiële markten blijft hoogst onzeker. Daarom kan overwogen worden om voorlopig zijn vermogen cash te houden of op een spaarboekje te plaatsen.**