

# Perspectives

## Analyse van de financiële markten

---

### Macro-economisch klimaat

3

- De erg zwakke prestaties van de verwerkende industrie wereldwijd worden deels gecompenseerd door de dienstensector, die overeind blijft.
- De economie zou nog verder kunnen vertragen als het aantal faillissementen zou toenemen. Die kans bestaat, aangezien de schuld van bedrijven de laatste jaren fors is toegenomen.
- Door de conjunctuurvertraging bereiden de centrale banken een nieuwe reeks monetaire versoepelingsmaatregelen voor.

---

### Financiële markten

9

- De stijging van de financiële markten is niet zozeer te danken aan een verbetering van de economische situatie, maar wel aan de bocht van 180 graden van de centrale banken, die zo bevestigen dat zij niet meer van plan zijn om hun monetaire beleid te normaliseren.
- Het rendement van de voornaamste beleggingscategorieën zou in de komende jaren wel eens erg laag kunnen uitvallen.
- In dit klimaat van negatieve reële en zelfs nominale rentevoeten zal de goudprijs wellicht blijven stijgen.

---

Bezoek ook onze website  
[www.bli.lu](http://www.bli.lu)

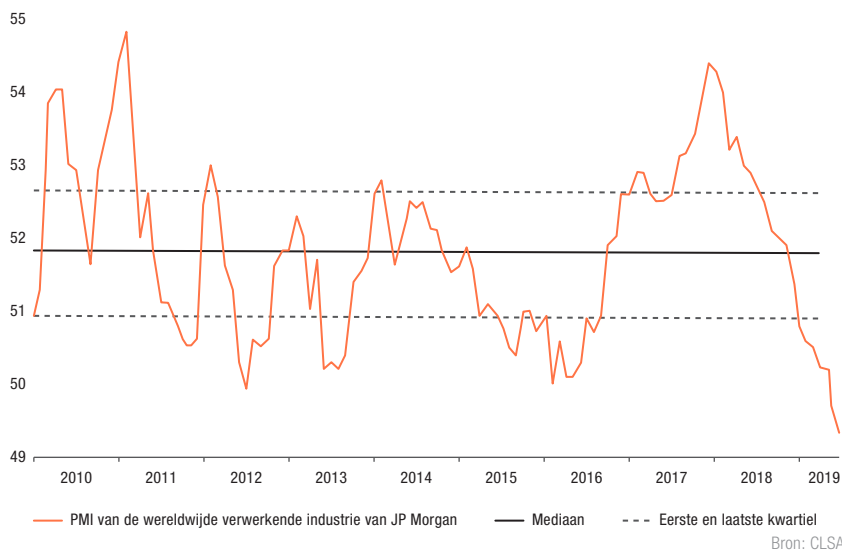
---

Een publicatie van  
**BLI - Banque de Luxembourg Investments S.A.**



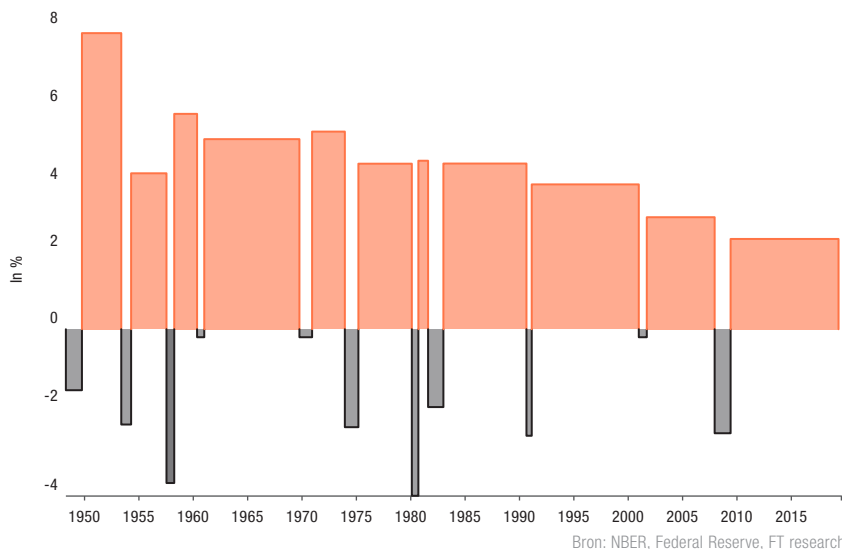
# Macro-economisch klimaat

## ACTIVITEIT IN DE VERWERKENDE INDUSTRIE WERELDWIJD



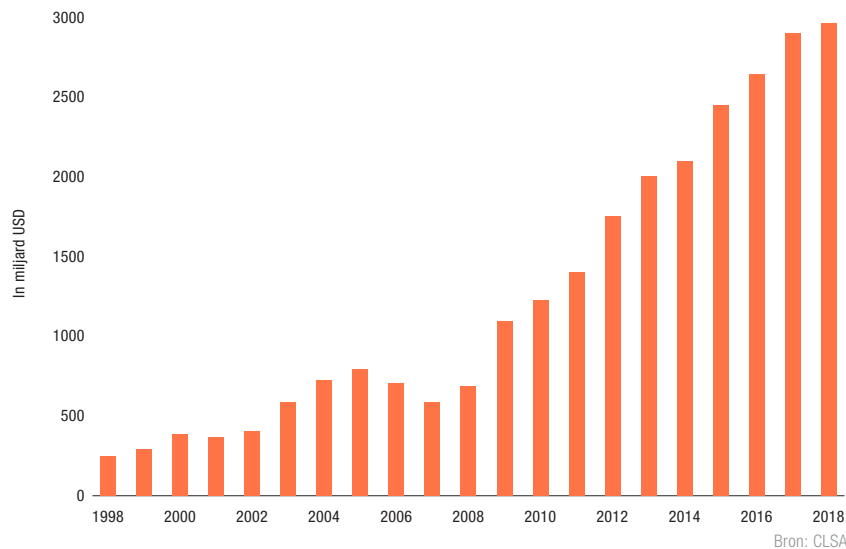
De activiteit in de verwerkende industrie blijft wereldwijd vertragen. In het tweede kwartaal viel de inkoopmanagersindex terug tot onder 50 punten, de grens tussen krimp en groei. Daarmee bereikte de index zijn laagste peil sinds de recessie van 2008. De industriële productie staat onder druk sinds het begin van de handelsspanningen tussen de VS en China, die de internationale handel afremmen. Hoewel beide economische grootmachten regelmatig rond de tafel zitten om een definitief akkoord te bereiken, staat er zoveel op het spel en zijn de meningsverschillen zo groot dat een definitieve oplossing voor het conflict nog niet in zicht is. De dienstensector, die in de ontwikkelde landen veel belangrijker is voor de economie dan de industrie, houdt tot nu toe bijzonder goed stand, waardoor de impact op de wereld economie beperkt blijft. Zolang de dienstensector, die van nature uit minder cyclisch is en minder sterk gecorreleerd is met de productiesector, niet getroffen wordt door massaontslagen, zou de wereld economie moeten blijven groeien.

## GEMIDDELDE JAARLIJKSE GROEI VAN HET REËLE BBP IN DE VS IN PERIODEN VAN ECONOMISCHE GROEI EN KRIMP



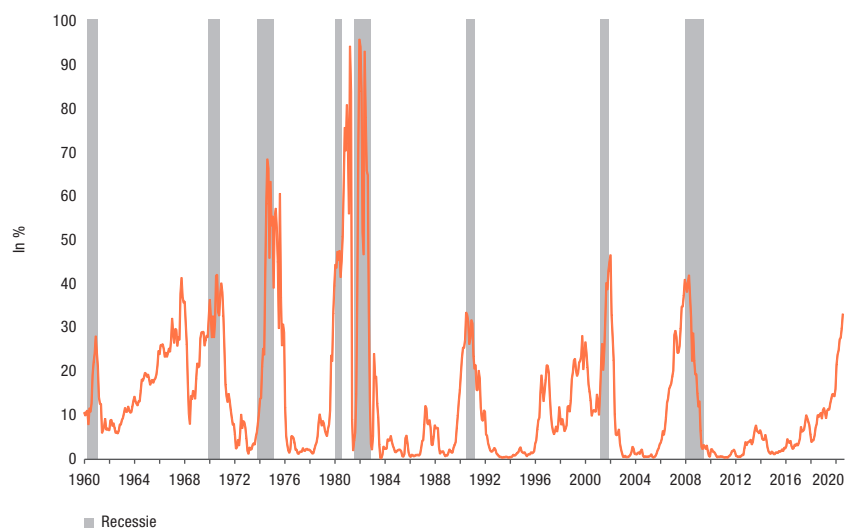
Volgens de definitie van het National Bureau of Economic Research, een toonaangevende instelling die haar kijk geeft op de groei- en krimp cycli in de VS, is het Amerikaanse bbp in juni voor de 121<sup>e</sup> maand op rij gegroeid. Dat is de langste groeiperiode sinds het begin van de statistieken in 1854. De economie groeit nu al langer dan in de glansrijke periode van maart 1991 tot maart 2001 (toen waren er geen grote geopolitieke conflicten en begon de technologische revolutie) en twee keer zo lang als het gemiddelde sinds de Tweede Wereldoorlog. De huidige cyclus mag dan wel de langste zijn, hij behoort niettemin tot de zwakste uit de geschiedenis. In de vorige recordlange groeiperiode onder president Bill Clinton in de jaren negentig steeg het bbp met 43%, en in de kortste groeicyclus van de jaren tachtig onder Ronald Reagan met 38%. Ten opzichte van juni 2009 is het Amerikaanse bbp nu met amper 25% gestegen. Dat komt neer op een jaarlijkse groei van gemiddeld 2,3%, het laagste cijfer van alle groeicycli sinds de Tweede Wereldoorlog.

## TOTAAL VOLUME VAN BEDRIJFSOBLIGATIES MET EEN BBB-RATING IN DE VS



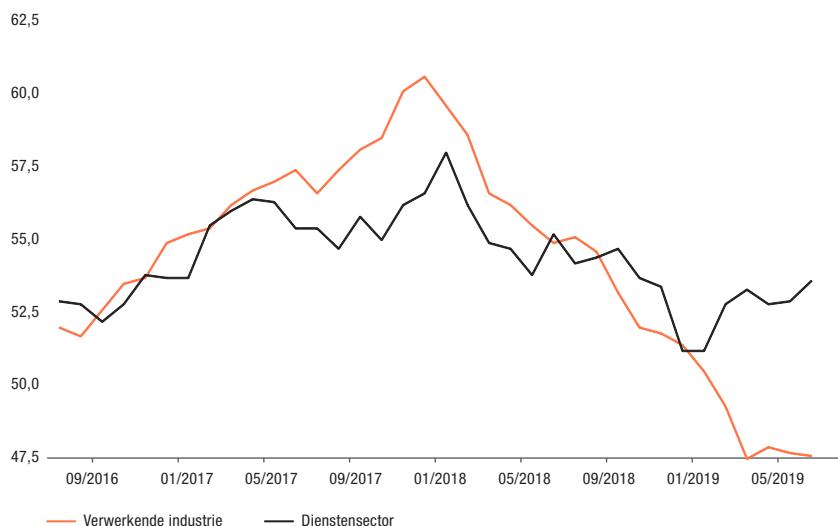
Dat de huidige cyclus vergevorderd is, betekent niet automatisch dat de groei zal stilvallen. De groeiperiode kan echter pas blijven duren als het merendeel van de weinig winstgevende bedrijven, die doorgaans over de kop gaan in perioden van economische krimp, het hoofd boven water houdt. Het uitstel van die sanering zou de conjunctuurvertraging danig kunnen versterken wanneer de cyclus uiteindelijk toch keert, vooral omdat bedrijven in de laatste jaren veel meer schulden zijn aangegaan met soepelere garantievorwaarden. Sinds 2007 is het totale volume van Amerikaanse bedrijfsobligaties met een BBB-rating, de laagste trap in de investment-gradecategorie, verviervoudigd. Analisten beginnen de huidige periode daarom te vergelijken met die van de subprime-hypotheek (2005-2006). In de komende jaren zal een groot deel van die BBB-obligaties geherfinancierd moeten worden. Een tijdelijke verslechtering van de financieringsvoorwaarden zou de kwaliteit van een volledige beleggingscategorie doen dalen, waardoor het hoogrentende segment fors zou groeien en er paniek op de obligatiemarkten zou ontstaan. De grote stijging van de schuld van bedrijven van lage kwaliteit is momenteel een van de grootste risico's voor de economie.

## KANS OP EEN RECESSIE IN DE VS IN DE KOMENDE TWAALF MAANDEN VOLGENS DE FEDERAL RESERVE VAN NEW YORK



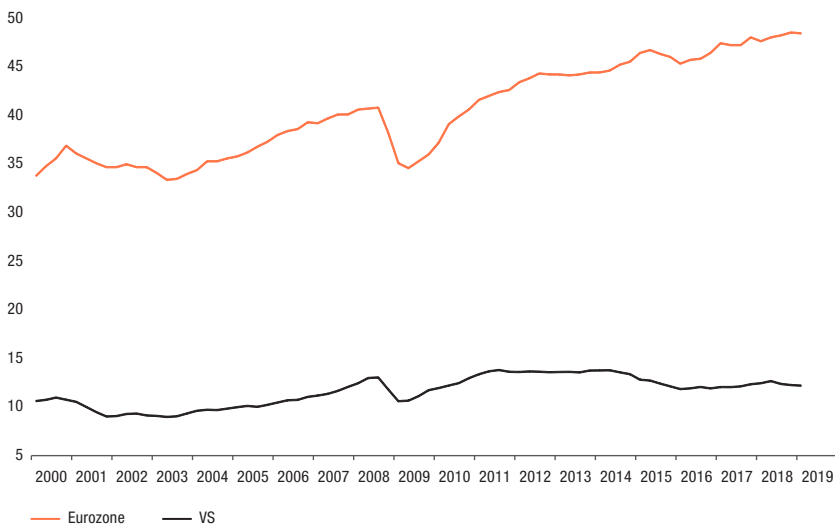
Volgens het model van de Federal Reserve van New York bestaat er 33% kans dat de Amerikaanse economie tegen juni 2020 in een recessie belandt. Dat cijfer is vooral gebaseerd op de rentecurve, waarvan de omkering in de laatste vijftig jaar een van de betrouwbaarste voorlopende indicatoren was. Bij een omgekeerde rentecurve zijn banken, die op korte termijn ontlene en op lange termijn uitlenen, namelijk geneigd om minder kredieten te verstrekken, omdat hun rentemarge daalt. Twaalf tot achttien maanden later volgt dan meestal een economische vertraging. Door de daling van de lange rente in het tweede kwartaal is de rentecurve in de VS omgekeerd. In tegenstelling tot vorige cycli is de korte rente echter niet opgeveerd door een economische oververhitting in combinatie met een hoge inflatie, maar door de normalisering van de rente na de financiële crisis van 2008. De impact van de monetaire verkrapping op de vraag naar consumptiegoederen en beleggingen zal daardoor wellicht binnen de perken blijven. Het grootste risico schuilt in eventuele herfinancieringsproblemen voor bedrijven met een te hoge schuld, die in de afgelopen jaren steeds talrijker zijn geworden, zoals we eerder al zeiden.

## INKOOPMANAGERSINDEXEN IN DE EUROZONE



Na het hoogtepunt van eind 2017 en begin 2018 is de activiteit in de verwerkende industrie van de eurozone gestaag verzwakt. Sinds februari kwam de Markit-inkoopmanagersindex vijf keer onder de 50-puntengrens uit, wat wijst op een daling van de industriële activiteit. De Europese economie lijkt sterk getroffen te worden door de algemene zwakte van de vraag naar industriële producten sinds de toename van de handelsspanningen vorig jaar. Ondanks het belang van de industrie, met name in Duitsland, lijkt de economische groei echter niet te kelderen. De dienstensector houdt stand, wat blijkt uit de inkoopmanagersindex, die boven 50 noteert en onlangs zelfs is gestegen. Dat heeft een positieve invloed op de arbeidsmarkt, die nauwelijks tekenen van verzwakking vertoont. Hoewel de Europese economie vertraagt, verhinderen de goede prestaties van de dienstensector voorlopig dat de economie krimpt.

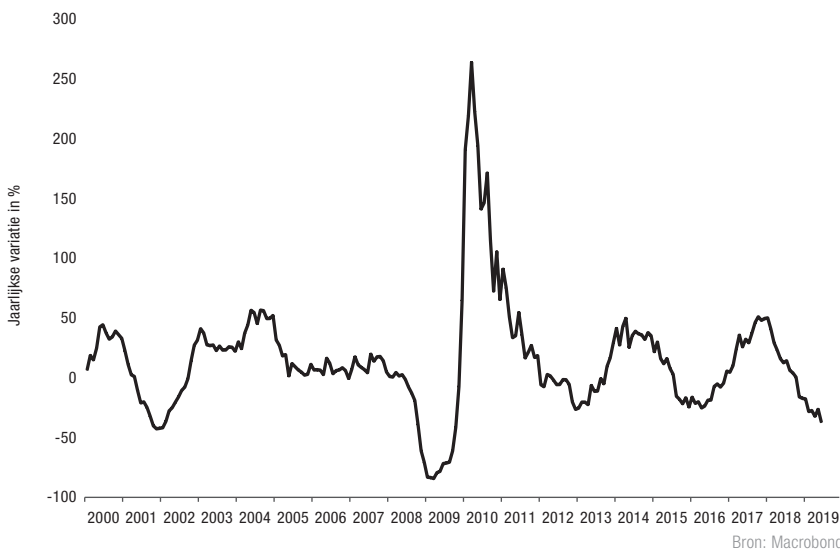
## EXPORT ALS % VAN HET BBP



Bron: Macrobond

Een van de grootste verschillen tussen de Amerikaanse en de Europese economie is de afhankelijkheid van de export. De export is goed voor 48% van het totale bbp in de eurozone, en voor 12% in de VS. Door zijn beperkte afhankelijkheid van de buitenlandse vraag kunnen de VS zich handelsoorlogen veroorloven zonder dat hun economie er al te sterk onder lijdt. In Europa is de economie veel gevoeliger voor eventuele handelsspanningen. Dat geldt vooral voor de auto-industrie, die niet alleen een groot deel van haar producten in het buitenland afzet, maar ook nog eens bijzonder arbeidsintensief is. Als de regering-Trump de nieuwe invoerheffingen waarmee ze dreigt ook daadwerkelijk zou opleggen om Europa te dwingen verschillende Amerikaanse eisen te aanvaarden (stopzetting van Nord Stream 2, hogere financiële bijdrage aan de NAVO en toegang van de Amerikaanse landbouwers tot de Europese landbouwmarkt), zou de Europese economie danig op de proef gesteld worden.

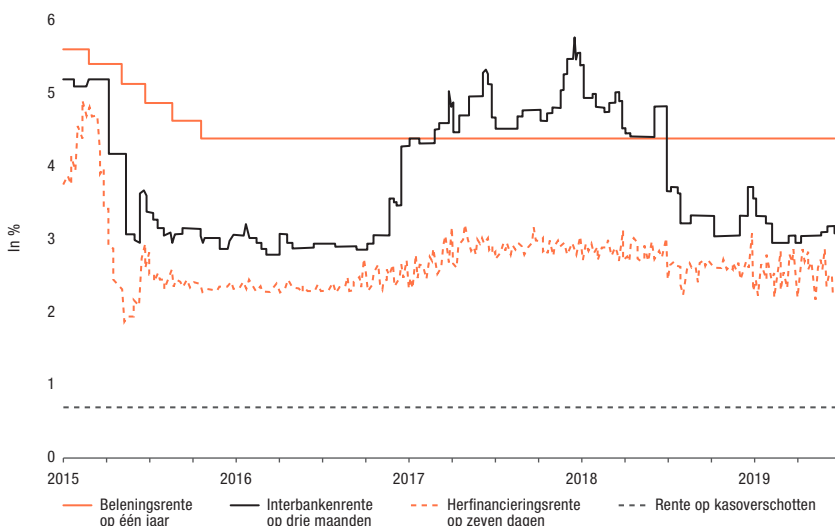
## BESTELLINGEN VAN MACHINES IN JAPAN



Bron: Macrobond

De impact van de handelsspanningen tussen de VS en China en de vertraging van de vraag in China blijven op de groei van de Japanse economie wegen. De bestellingen van machines in Japan zijn sinds het begin van het jaar bijvoorbeeld fors gedaald, en dat is geen verrassing, gezien de verzwakking van de internationale handel. De achteruitgang van de export betekent evenwel niet dat de Japanse economie in elkaar zal zakken. Het land profiteert namelijk nog altijd van de nagenoeg onbeperkte monetaire stimuli, aangezien de centrale bank geen aanstalten maakt om haar grootschalige inkopen van overheidsobligaties stop te zetten of zelfs maar af te bouwen. Bovendien hebben de Abenomics-hervormingen die in 2012 zijn begonnen, voor een dynamische binnenlandse groei gezorgd, die een daling van de buitenlandse vraag toch gedeeltelijk lijkt te kunnen compenseren. De gezinsbestedingen worden ondersteund door de groei van de beroepsbevolking, die te danken is aan een toenemende participatie van vrouwen op de arbeidsmarkt. De verhoging van de btw van 8% naar 10% in oktober dit jaar wordt de ultieme test en zal duidelijk maken of de binnenlandse consumptie tijdelijk minder goede omstandigheden aankan.

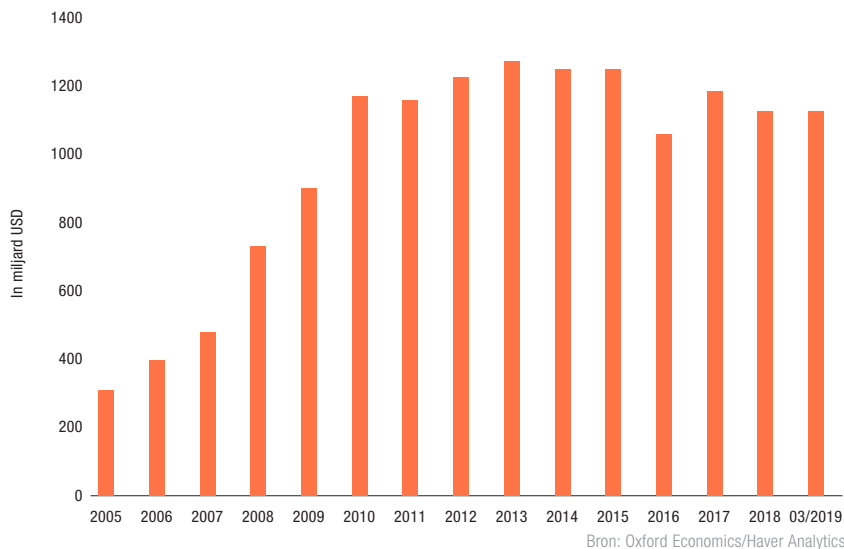
## MONETAIR BELEID VAN CHINA



Bron: Oxford Economics/Haver Analytics

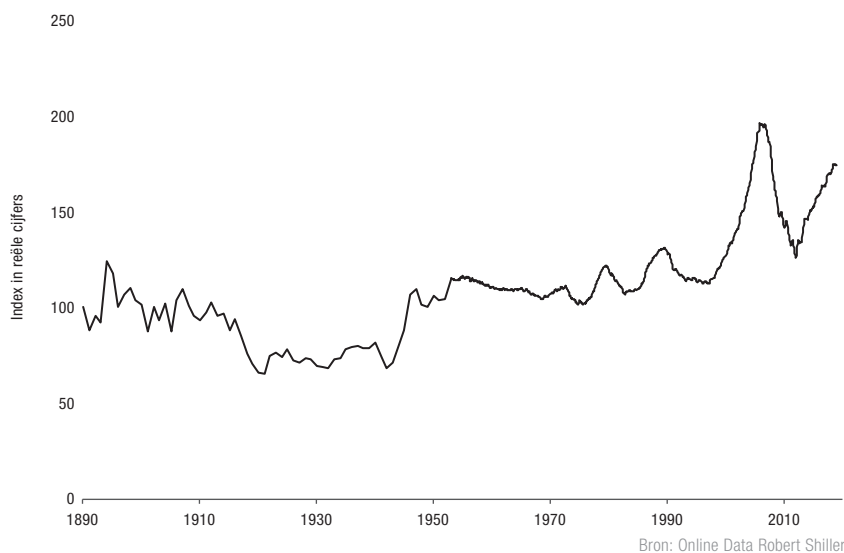
Door de vertraging van de Chinese economie als gevolg van de handelsspanningen tussen de VS en China hebben de Chinese autoriteiten fiscale en monetaire stimuleringsmaatregelen getroffen om de doelstelling voor de bbp-groei (6%-6,5%) in 2019 te halen. Zo verlaagden zij de interbankenrente, het percentage van de verplichte kapitaalreserves voor banken en de belastingen, en verhoogden zij de overheidsuitgaven. Aangezien de regering de consumptie en de dienstensector sterker wil ondersteunen dan de investeringen en de industriële productie, heeft zij afgezien van nieuwe, grootschalige infrastructuurprogramma's waarvoor ze bijkomende schulden had moeten aangegaan. De Chinese autoriteiten hebben het hoofd koel gehouden sinds de VS het land zijn beginnen aan te vallen. Zij hebben hun kapitaalbalans nog altijd goed in de hand en blijven de financiële stromen in renminbi controleren. Zo voorkomen zij de traditionele vicieuze cirkel van de groeielanden, waarbij de combinatie van een kapitaalvlucht, een daling van de munt en een rentestijging uitmondt in een recessie. De vertraging van de Chinese economie zal het land niet destabiliseren.

## AMERIKAANSE OVERHEIDSOBLIGATIES IN CHINEES BEZIT



De Chinese regering heeft er alle belang bij rustig te blijven en zich gematigd op te stellen tegenover de provocaties van de VS. Door de status quo te bewaren, kan China zijn positie op het internationale toneel verder versterken. De Amerikanen uitdagen door massaal Amerikaanse overheidsobligaties te verkopen of de renminbi te devalueren, zou China niet vooruithelpen. Zolang de dollar de belangrijkste munt blijft voor deviezenreserves en de internationale handel, zou de verkoop van zijn dollarreserves de concurrentiepositie van China alleen maar schaden. China wil bovendien dat de renminbi de voornaamste reservemunt in Azië wordt. Elke grote devaluatie van de Chinese munt is dan contraproductief, omdat de renminbi dan niet meer zou voldoen aan de eisen die aan een reservemunt gesteld worden. De oprichting van de Aziatische Ontwikkelingsbank voor infrastructuurprojecten, de aanleg van de nieuwe zijderoute en de doelstelling om tegen 2025 in de sleutelsectoren leider te worden op technologisch gebied, geven weer hoe vastberaden China is om een centrale rol te spelen in de multipolaire wereld van morgen. De Amerikaanse invoerheffingen zullen China zeker niet doen afzien van zijn ambitie om over twintig tot dertig jaar de grootste economische mogendheid ter wereld te worden.

## HUIZENPRIJZEN IN DE VS



De inflatie blijft wereldwijd laag. Naast structurele factoren zoals de globalisering en de digitalisering begint nu ook de conjunctuurvertraging druk te zetten op de prijzen. Sinds de financiële crisis van 2008 heeft de inflatie die traditioneel te zien was bij de consumentengoederen en -diensten, plaats geruimd voor een stijging van de prijzen van financiële activa en vastgoed. Het onconventionele monetaire beleid van de centrale banken heeft het probleem van de overmatige schulden niet opgelost, waardoor de economische groei matig blijft en de lonen nauwelijks stijgen. Tegelijkertijd heeft de lage rente de vastgoedprijzen fors doen oplopen, wat nadelig is voor de koopkracht van de middenklasse, die geconfronteerd wordt met alsmatig stijgende woonkosten. Het onconventionele monetaire beleid van de centrale banken lijkt op het eerste gezicht soepel, maar heeft in feite een deflatorisch effect door de heimelijke aantasting van de koopkracht van de middenklasse.

## RENTE OP OVERHEIDSOBLIGATIES IN DE EUROZONE (OP 15.07.2019)

	1 jaar	2 jaar	3 jaar	4 jaar	5 jaar	6 jaar	7 jaar	8 jaar	9 jaar	10 jaar	20 jaar	30 jaar
<b>Duitsland</b>	-0,67	-0,73	-0,73	-0,67	-0,59	-0,56	-0,49	-0,41	-0,32	-0,23	0,14	0,36
<b>Frankrijk</b>	-0,61	-0,66	-0,64	-0,60	-0,48	-0,37	-0,27	-0,17	-0,07	0,03	0,54	1,02
<b>Italië</b>	-0,10	0,02	0,49	0,63	0,95	0,99	1,30	1,38	1,42	1,67	2,36	2,73
<b>Spanje</b>	-0,45	-0,44	-0,40	-0,21	-0,12	0,06	0,20	0,31	0,41	0,53	1,02	1,54
<b>België</b>	-0,61	-0,64	-0,60	-0,49	-0,37	-0,29	-0,19	-0,09	0,01	0,11	0,72	1,12
<b>Nederland</b>		-0,71	-0,70	-0,63	-0,53	-0,44	-0,36	-0,27	-0,20	-0,11	0,34	0,37
<b>Oostenrijk</b>	-0,60	-0,65	-0,61	-0,55	-0,45	-0,37	-0,25	-0,21	-0,12	-0,01	0,43	0,72
<b>Ierland</b>	-0,56		-0,44	-0,40	-0,31	-0,19	-0,09		0,10	0,23	0,81	1,18
<b>Finland</b>	-0,63	-0,64	-0,60	-0,54	-0,50	-0,35	-0,30	-0,17	-0,09	0,01		0,59
<b>Portugal</b>	-0,42	-0,46	-0,29	-0,16	-0,10	0,11	0,23	0,35	0,50	0,61	1,19	1,56

< 0%
0% - 1%
> 1%

Bron: Bloomberg

Op het jaarlijkse forum van de Europese Centrale Bank in het Portugese Sintra heeft voorzitter Mario Draghi gezinspeeld op nieuwe monetaire versoepelingsmaatregelen als gevolg van de versombering van de economische vooruitzichten en de hardnekkig lage inflatie, die maar niet dichterbij de officiële doelstelling van 2% komt. Als mogelijke maatregelen noemde hij renteverlagingen, de reactivering van het obligatie-inkoopprogramma en een wijziging van de communicatie over de verdere koers van het monetaire beleid. In de eerste weken na de toespraak van Mario Draghi viel de rente op overheidsobligaties in de eurozone verder terug en nam het aantal obligaties met een negatieve rente nog toe. Eind oktober loopt het mandaat van Mario Draghi als voorzitter van de Europese Centrale Bank af. De Italiaan zal de eerste voorzitter zijn die de rente tijdens zijn ambtstermijn geen enkele keer heeft verhoogd. Christine Lagarde, die nu nog de leiding heeft over het Internationaal Monetair Fonds, zal hem opvolgen. Rekening houdend met wat Christine Lagarde in het verleden als hoofd van het IMF heeft gezegd, lijkt zij ook voorstander van een soepel beleid en zou zij bereid zijn om nog meer overheidsobligaties op te kopen om de eurolanden de kans te geven hun economie te ondersteunen als de groei verder zou vertragen.

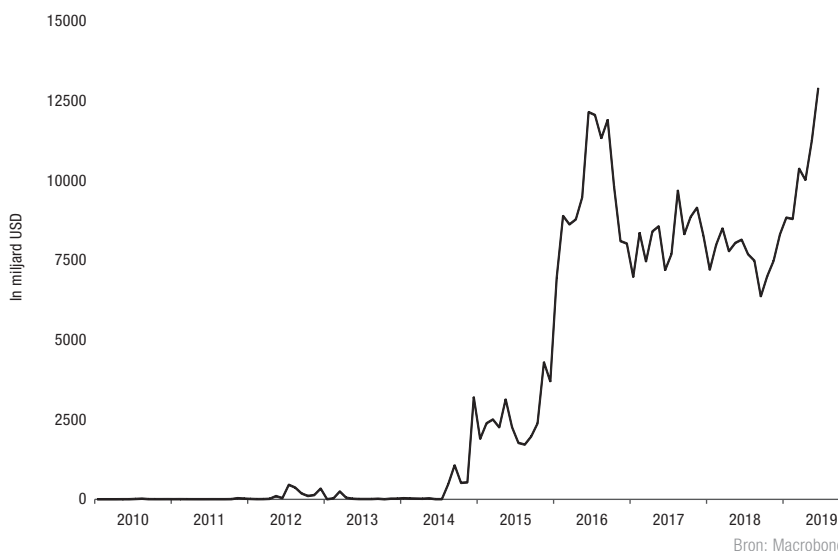
## GEZINSCONSUMPTIE EN RENTE IN DE VS



Bron: Bloomberg

Sinds de vergadering van het monetaire comité van de Amerikaanse Federal Reserve in juni heeft voorzitter Jerome Powell het pad voor een verlaging van de Fed Funds-rente in de tweede helft van het jaar. Een renteknip van 25 basispunten op de volgende vergadering eind juli lijkt verzekerd, en we kunnen zelfs een verlaging van 50 basispunten niet langer uitsluiten. Jerome Powell heeft in de notulen niet alleen het woord 'geduld' geschrapt in het deel over het verdere verloop van het rentebeleid, maar had het voor het eerst ook over een preventieve renteverlaging wegens de wereldwijde groeivertraging en een mogelijke escalatie van het handelsconflict tussen de VS en China. Gezien de gestage groei van de gezinsconsumptie in de VS en de nog altijd goede prestaties van de arbeidsmarkt lijkt het voorbarig te denken dat de erg lage rente nog verder zal zakken. De rente zou eventueel wel kunnen dalen doordat bedrijven hun financiële risico's willen drukken, aangezien zij in de laatste jaren fors meer schulden hebben gemaakt.

## WAARDE VAN DE MARKT VAN OBLIGATIES MET EEN NEGATIEVE RENTE OP DE VERVALDATUM



Bron: Macrobond

Als gevolg van de wereldwijde groeivertraging bereiden de belangrijkste centrale banken een nieuwe reeks monetaire versoepelingsmaatregelen voor. Afhankelijk van de omvang en de snelheid van de verlaging van de Amerikaanse Fed Funds-rente zou geld in de drie voornaamste ontwikkelde regio's (VS, Europa en Japan) gratis kunnen worden. Hoewel het wegvallen van de kapitaalkosten en manipulatie van de marktprijzen de doeltreffende werking van het kapitalistische systeem verhinderen, wijzen de uitspraken van de politieke en monetaire beleidsmakers erop dat een nieuwe stap weg van de vrijemarkteconomie gezet zou kunnen worden. Aangezien de inflatie in de ontwikkelde landen hardnekkig onder de officiële doelstelling van 2% blijft, zou in een volgende stap officieel een einde kunnen worden gemaakt aan de onafhankelijkheid van het monetaire beleid om de economische activiteit te ondersteunen met extra overheidsschulden. Dat zou passen binnen de al genomen reeks economische stimuleringsmaatregelen voor de korte termijn, maar zou op langere termijn voor nog meer onevenwichten zorgen.





# Financiële markten

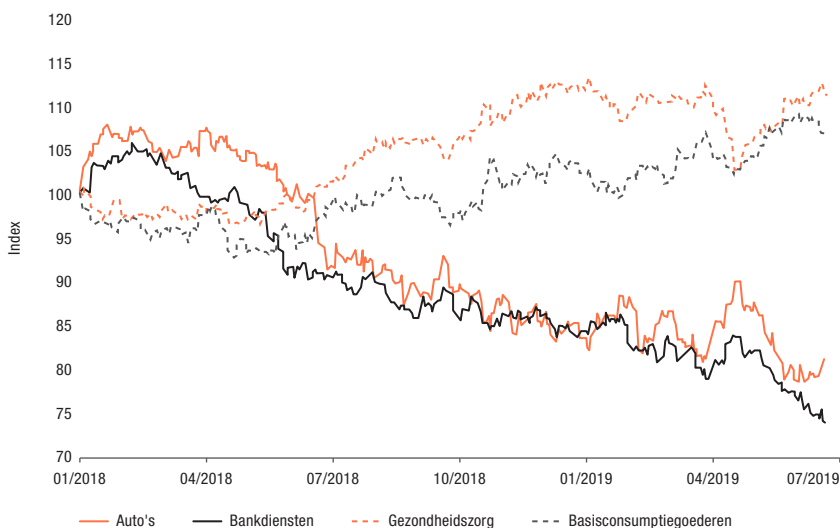
## AANDELEN- EN OBLIGATIEMARKTEN GEVEN VERSCHILLENDE SIGNALEN AF



Bron: Minack Advisors, Bloomberg

De financiële markten hebben een uitzonderlijk eerste halfjaar achter de rug, ondanks de kleine correctie in mei. Nagenoeg alle beleggingscategorieën zijn gestegen, en dat is opmerkelijk, aangezien die doorgaans niet met elkaar gecorreleerd zijn. We zouden dus kunnen denken dat de beurzen stijgen door een daling van de risicoaversie en de verwachting dat de economische groei zal versnellen. Maar dat plaatje klopt niet, aangezien de goudprijs en de koersen van kwaliteitsvolle overheidsobligaties, met andere woorden beleggingen die doorgaans als veilige havens worden gezien, eveneens zijn opgeveerd. En munten als de yen en de Zwitserse frank gingen er ook op vooruit. Dat bewijst dat de financiële markten niet stijgen omdat de economische situatie verbetert, maar door de bocht van 180 graden van de centrale banken, die daarmee bevestigen dat zij niet meer van plan zijn om hun monetaire beleid te normaliseren en zich tegenwoordig vooral op de markten baseren.

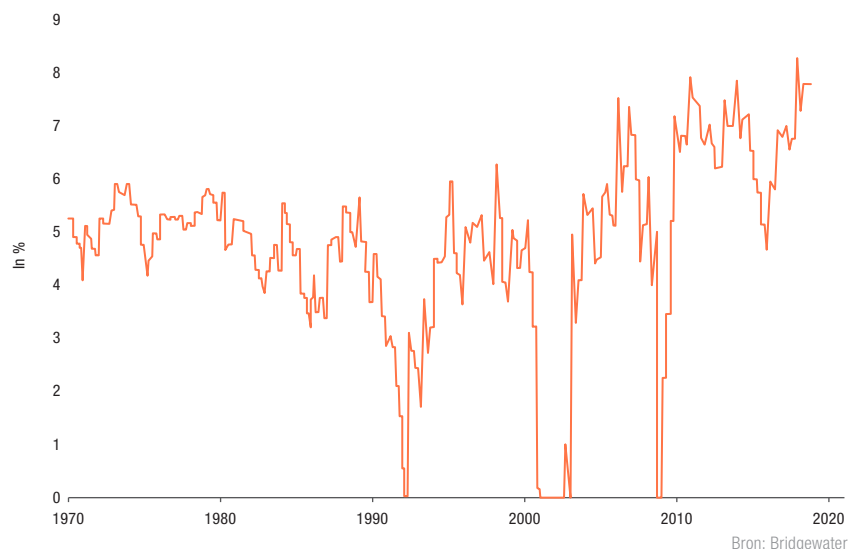
## RELATIEVE PRESTATIES VAN VERSCHILLENDE SECTOREN IN EUROPA



Bron: Kepler Cheuvreux

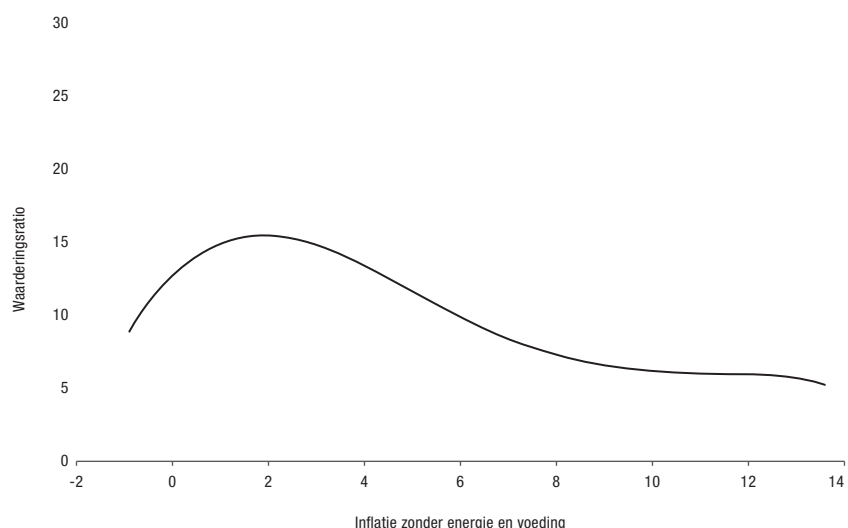
De daling van de lange rente verklaart de sterke prestatie van kwaliteitsbedrijven in de defensieve sectoren, die doorgaans nochtans onderpresteren op stijgende aandelenmarkten. Aangezien dergelijke bedrijven een lange cyclus hebben, profiteerden zij van de verdere daling van de lange rente, in tegenstelling tot bijvoorbeeld financiële instellingen en cyclische bedrijven, die leden onder de bezorgdheid over de economie. Dat beleggers defensieve kwaliteitsaandelen de rug niet hebben toegekeerd en de handelsvolumes laag zijn, wijst er bovendien op dat beleggers geen groot vertrouwen hebben in de duurzaamheid van het beursherstel.

## NETTOWINSTMARGES VAN AMERIKAANSE BEDRIJVEN ZONDER DE FINANCIËLE SECTOR



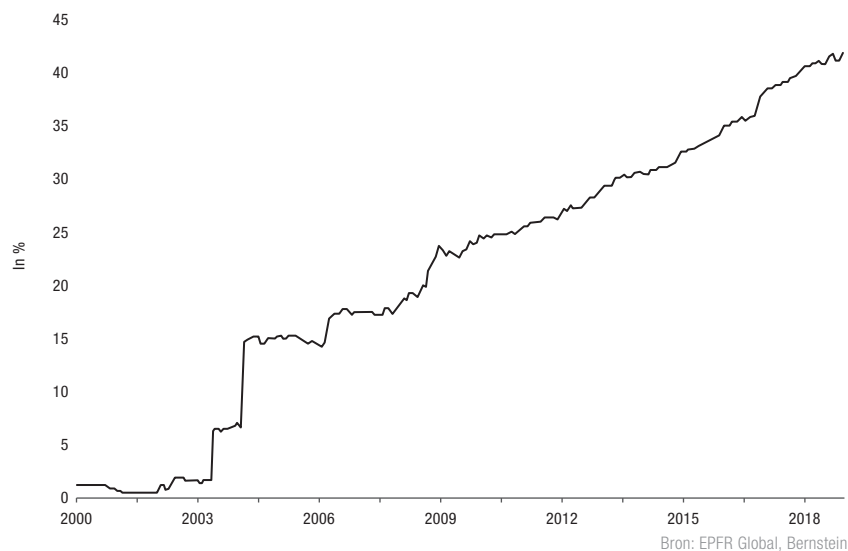
Of aandelen al dan niet overgewaardeerd zijn, hangt in ruime mate af van onze kijk op de winstmarges van bedrijven. De voorbije decennia zijn die marges fors gestegen, vooral in de VS, waardoor ze nu ruim boven het historisch gemiddelde liggen. Meerdere factoren liggen aan de basis van die stijging: door de verzwakking van de vakbonden hebben werknemers een zwakkere onderhandelingspositie; door de globalisering kregen bedrijven toegang tot goedkopere arbeidskrachten; technologie drukt de marginale productiekosten en levert in tal van sectoren schaalvoordelen op; de rentedaling heeft kredieten goedkoper gemaakt; bedrijven betalen minder belastingen en de mededingingswetgeving is versoepeld, waardoor bedrijven groter en machtiger kunnen worden en in sommige gevallen zelfs de mededingingswetten naast zich kunnen neerleggen. Als we ervan uitgaan dat de winstmarges hoog zullen blijven of zelfs nog verder zullen stijgen, zijn aandelen niet te duur. Als we echter denken dat sommige factoren die bijdroegen tot de hoge marges nu beginnen te keren en dat de marges dus onder druk zullen komen of zelfs zullen terugvallen tot het historisch gemiddelde, zijn aandelen (veel) te duur.

## VERBAND TUSSEN INFLATIE EN WAARDERINGSRATIO VAN DE AMERIKAANSE MARKT



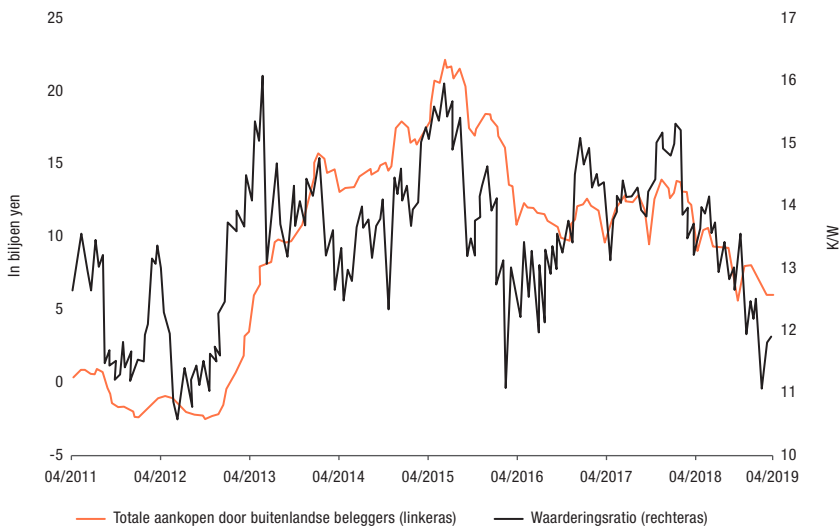
In afwachting van meer duidelijkheid is de schijnbare overwaardering van aandelen in werkelijkheid slechts de weerspiegeling van de lage economische groei en inflatie. De rente is historisch laag en beleggers eisen maar een beperkte risicopremie om in aandelen te beleggen. Bovendien blijft het aanbod op de aandelenmarkten alsaar dalen, terwijl de vraag naar spaarproducten toeneemt. Vooral in de VS is die trend heel duidelijk. Het aantal beursgenoteerde bedrijven is er sinds 1996 maar liefst gehalveerd. Dat heeft uiteraard te maken met het grote aantal fusies en overnames, maar het komt ook doordat veel ondernemers geen interesse hebben in een beursnotering, waardoor maar weinig nieuwe bedrijven naar de beurs trekken. Bovendien daalt het aantal aandelen in omloop door inkopen van eigen aandelen.

## PROCENTUEEL AANDEEL VAN PASSIEF BEHEER BIJ AANDELENFONDSEN WERELDWIJD



De liquiditeit zou in heel wat segmenten snel kunnen opdrogen, en dat is een niet te onderschatten risico voor de financiële markten. Verschillende factoren dragen daartoe bij. Ten eerste zijn de marktmakers in heel wat segmenten verdwenen, waardoor er in moeilijke perioden mogelijk geen tegenpartijen meer zijn voor verkopers. Marktmakers kopen effecten en verkopen die kort daarna weer. Zij zijn een schakel die de transacties tussen kopers en verkopers vergemakkelijkt en zorgen voor liquiditeit. Voorts is passief beheer steeds belangrijker geworden en is het aantal actieve beheerders gedaald, waardoor er minder geïnteresseerden zijn om te kopen wanneer de koersen dalen en de kans groter is geworden dat meer beleggers op hetzelfde moment willen verkopen. Ten slotte zijn de bedrijven zelf de grootste kopers van aandelen, in het bijzonder in de VS. Zij zijn massaal schulden aangegaan om eigen aandelen in te kopen. Aangezien dat niet eeuwig kan blijven duren, rijst nu de vraag wie hun aandelen nog zal kopen wanneer zij er zelf minder of geen meer inkopen.

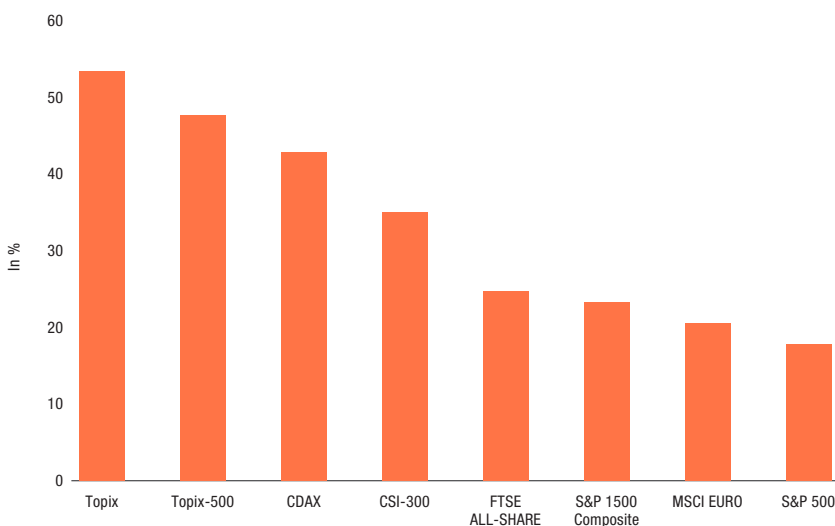
## TOPIX: AANKOPEN DOOR BUITENLANDSE BELEGGERSEN EN WAARDERINGSRATIO



Bron: CLSA

De Japanse markt illustreert enkele van de problemen die voortvloeien uit de groeiende populariteit van passief beheer. Door de grootschalige inkopen van de Japanse centrale bank hebben buitenlandse beleggers deze markt steeds meer de rug toegekeerd. In 2018 verkochten zij nagenoeg evenveel effecten als de Japanse centrale bank er kocht. Dat deden ze vooral omdat de aandelenkoersen niet normaal meer reageren wanneer de markt fors wordt beïnvloed door een grote, passieve belegger (de Japanse centrale bank koopt enkel indexfondsen). Bovendien is er op de Japanse aandelenmarkt ook nog een tweede grote institutionele koper, het staatspensioenfonds, dat ook nagenoeg uitsluitend passief belegt. Het verleden toont ons dat de waarderingsratio van de Japanse markt sterk gecorreleerd is met de aankopen van buitenlandse beleggers. De ratio stijgt wanneer ze kopen en daalt wanneer ze verkopen. Sinds de Japanse centrale bank is begonnen te kopen, is de waarderingsratio van de Japanse markt dan ook gedaald. Die situatie is een goede illustratie van de wet van Gresham, die stelt dat slecht geld goed geld verdringt.

## PERCENTAGE NIET-FINANCIËLE ONDERNEMINGEN MET EEN POSITIEVE NETTOKASPOSITIE



Bron: CLSA

De hierboven beschreven situatie verklaart waarom de Japanse markt veeleer onderpresteert, ondanks dat de bedrijfswinsten in het land er sterker zijn gegroeid dan in de rest van de wereld. Zij verklaart ook waarom er zoveel bedrijven zijn waarvan de beurswaarde lager is dan de waarde van de liquide activa op hun balans. Het probleem is dat de vraag of bedrijven al dan niet overgewaardeerd zijn, niet langer relevant is op een markt die door twee grote passieve beleggers wordt gedomineerd, vooral als die bedrijven geen deel uitmaken van de belangrijkste indexen. De Topix-index noteert momenteel tegen amper 1,7x de vaste activa. Die ratio bedraagt maar liefst 37x voor de S&P 500-index. De beste remedie daartegen is dat bedrijven eigen aandelen inkopen. En dat blijven ze ook massaal doen, dus dat is bemoedigend. In tegenstelling tot wat er in de VS is gebeurd, hebben de inkopen van eigen aandelen Japanse bedrijven er niet van weerhouden hun schuld verder af te bouwen, waardoor zij financieel bijzonder gezond zijn geworden. Meer dan de helft van de niet-financiële ondernemingen heeft bijvoorbeeld een positieve nettokaspositie.

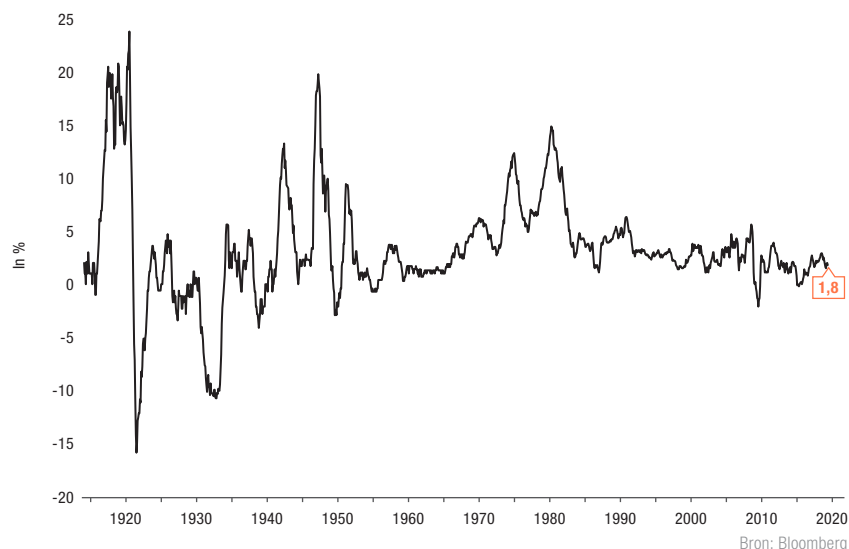
## RENTE OP DE VERVALDATUM VAN DUITSE TIENJARIGE OVERHEIDSOBLIGATIES



Bron: Bloomberg

De bezorgdheid over de economie en de uitspraken van medewerkers van de Federal Reserve, die zinspeelden op een versoepeling van het Amerikaanse monetaire beleid, hebben de obligatierente fors doen dalen. Zo is de tienjaarsrente in de VS teruggevallen tot onder 2% en werd ze in Duitsland voor het eerst sinds 2016 weer negatief. De bezorgdheid over de economie zou echter overdreven kunnen zijn. Ondanks de vele structurele obstakels die de groei afremmen en de risico's van het onvoorspelbare gedrag van de regering-Trump stelt de motor van de Amerikaanse economie, de consument, het namelijk nog altijd relatief goed. De lonen stijgen in een behoorlijk tempo, de gezinnen hebben minder schulden en hun financieringskosten blijven vrij laag. Bovendien is de voorbije jaren gebleken dat de Amerikaanse economie bijzonder gevoelig is voor de evolutie van de lange rente. De recente daling daarvan zou dus geleidelijk een positief effect moeten hebben.

## INFLATIE IN DE VERENIGDE STATEN



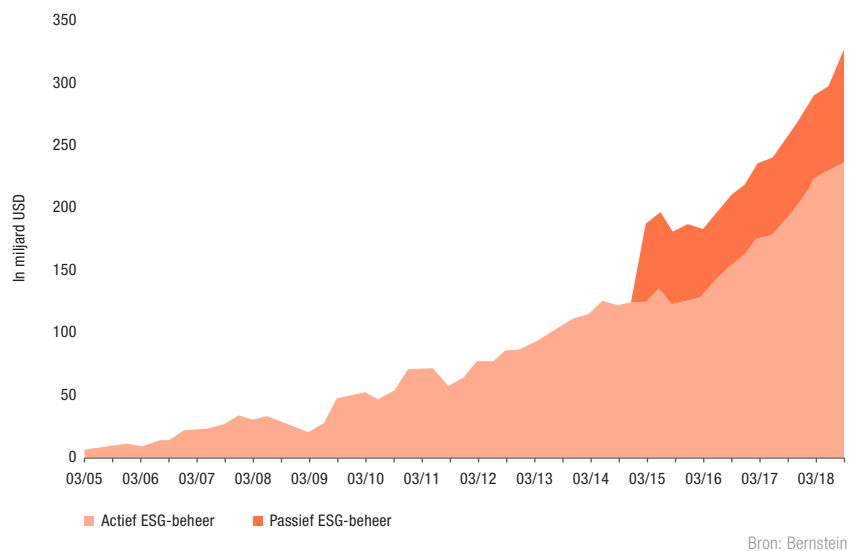
Op langere termijn is het gevaar voor de obligatiemarkten groot. Na jaren van lage rentevoeten is het monetaire beleid in de meeste industrielanden namelijk geen doeltreffend instrument meer om de economische activiteit te stimuleren. We kunnen dus vrezen dat overheden de groei steeds meer via hun begrotingsbeleid zullen trachten aan te zwengelen. Met 'nieuwe' theorieën, zoals de Modern Monetary Theory (MMT), probeert men een verhoging van de overheidsuitgaven te rechtvaardigen. Volgens die theorie kan een land dat zijn eigen munt controleert en de rente op zijn overheidsobligaties kan bepalen (bijvoorbeeld door zijn centrale bank te verplichten om er te kopen), zoveel uitgeven als het wil. Dat betekent dus dat een land zich rechtstreeks kan laten financieren door zijn centrale bank. Die theorieën zijn eigenlijk niet nieuw. Het verleden leert ons dat ze doorgaans leiden tot een algemene verarming doordat de inflatie ontspoot en de markt alle vertrouwen in de munt verliest. En ze zijn in ieder geval zelden gunstig voor obligatiebeleggers.

## EVOLUTIE VAN DE AMERIKAANSE TIENJAARSRENTE SINDE 1970



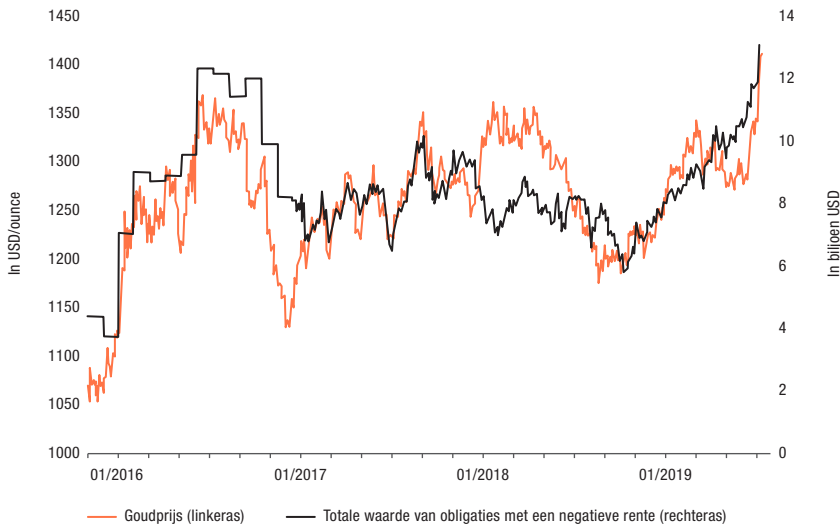
Het rendement van de voornaamste beleggingscategorieën zou in de komende jaren wel eens erg laag kunnen uitvallen. Dat is erg, want net nu zijn hoge rendementen broodnodig. Dat de rendementen laag zouden kunnen uitvallen, komt doordat de factoren die bijdroegen tot de hoge rendementen van de afgelopen 35 jaar, verdwenen zijn of verzwakken. Een van die factoren is de forse rentedaling, die mogelijk was dankzij de daling van de inflatie en van de volatiliteit daarvan. Die terugval van de rente was niet alleen gunstig voor de obligatiemarkten, maar ook voor de aandelenmarkten, doordat de financieringskosten van bedrijven verminderden en vooral omdat beleggers bereid waren om hogere waarderingratio's te betalen voor aandelen. Hoewel een rentestijging momenteel duidelijk niet aan de orde is, speelt deze factor geen enkele rol, aangezien de rente nagenoeg nul bedraagt. Wat de factoren betreft die zouden kunnen keren, denken we aan de stijgende winstmarges van bedrijven, de daling van het geopolitieke risico, de groei van de internationale handel, de onafhankelijkheid van de centrale banken en de demografische trends die meer beleggingen op de financiële markten aanmoedigen. Dat hoge rendementen broodnodig zijn, komt doordat pensioenfondsen momenteel extreem ondergekapitaliseerd zijn in het licht van de demografische trends. Heel wat van die fondsen proberen hun kapitaaltekort te compenseren met bijzonder onrealistische rendementsscenario's. Hoewel de overgang van een systeem op basis van vaste pensioencontributies naar een systeem op basis van vaste bijdragen het risico de facto heeft doorgeschoven naar de spaarder zelf, kan dat systeem weer veranderen zodra het een politiek probleem wordt.

## TOTAAL VERMOGEN DAT WORDT BEHEERD OP BASIS VAN ESG-CRITERIA



Op langere termijn zouden beleggingsbeheerders hun obsessie voor het verslaan van referentie-indexen moeten loslaten. De beleggingsdoelstelling van een eindklant is vaak specifiek en persoonlijk. Sommigen, zoals pensioenfondsen, hebben een bepaald bedrag aan inkomsten nodig, bijvoorbeeld om verplichte uitgaven te kunnen doen. Maar zelfs beleggers die geen vaste verplichtingen hebben, hebben doorgaans inkomsten nodig voor verplichtingen die geworteld zijn in de reële economie en onderhevig zijn aan de stijging van de levensduur. We denken daarbij aan uitgaven op het gebied van onderwijs, gezondheid en pensioen. In zo'n geval mag de hoofddoelstelling er niet in bestaan een index zoals de S&P 500 of de Stoxx 600 te evenaren of te overtreffen, vooral nu die indexen meer dalingen dreigen te vertonen dan in de laatste 35 jaar. Gezien de stevige opmars van maatschappelijk verantwoord beleggen (MVB) kunnen we zelfs stellen dat vermogensbeheer ook een sociale functie heeft, die veel verder gaat dan alleen maar het hoogst mogelijke rendement voor de klant nastreven. MVB toont dat de bestemming van kapitaal ook kan worden bepaald op basis van de behoeften van de samenleving en niet alleen op maximale groei gericht hoeft te zijn. Daarvoor moeten beleggingsbeheerders echter beseffen dat hun exclusieve focus op de korte termijn rampzalig is voor de eindklant.

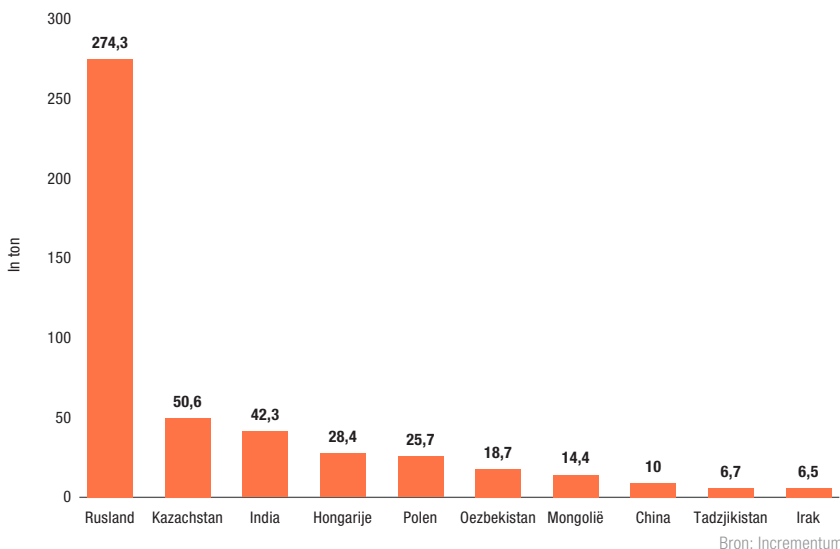
## GOUDPRIJS EN TOTALE WAARDE VAN OBLIGATIES MET EEN NEGIEVE RENTE



Bron: Deutsche Bank

De goudprijs is voor het eerst sinds 2013 boven 1.400 USD per ounce uitgekomen. Die stijging is vooral te danken aan de daling van de reële rente (voor de inflatie aangepaste rente). Die viel terug nadat de centrale banken hun toon hadden gewijzigd en de rente op obligaties was gedaald. Dat goud geen inkomsten oplevert, is geen nadeel meer in een klimaat waarin de reële rente (voor de inflatie aangepaste rente) negatief is en in totaal zowat 13.000 miljard USD aan obligaties een negatieve nominale rente (rente die niet voor de inflatie is aangepast) bieden. Aangezien de houding van de voornaamste centrale banken momenteel niet bevorderlijk is voor het vertrouwen in papiergeld, zal de goudprijs wellicht stijgen. Bovendien lijken de geopolitieke risico's niet af te nemen. Ten slotte lijkt de regering-Trump de dollar bij haar handelsgesprekken te willen betrekken en wil zij niet dat de Amerikaanse munt nog verder stijgt. Het vertrouwen in de dollar als reservemunt blijft verzwakken door de economische en monetaire represailles van de VS, en alsmaar meer landen proberen minder afhankelijk te worden van de dollar.

## GOUDAANKOPEN IN 2018



Bron: Incrementum

De regelmatige goudaankopen van de centrale banken en de trend om goudreserves te repatriëren, wijzen bovendien op een groeiend wantrouwen tussen de centrale banken en ten aanzien van het internationale financiële stelsel. Goud heeft twee troeven die papiergeld niet heeft: het aanbod ervan is beperkt en er is geen tegenpartijrisico. In 2018 kochten de centrale banken meer goud dan in eender welk jaar sinds de afschaffing van de goudstandaard in 1971. En ook in 2019 blijven ze grote hoeveelheden kopen. De centrale banken van de groeielanden nemen daarbij het grootste deel voor hun rekening. Het belang van de groeielanden in de goudvraag is de laatste jaren dan ook fors toegenomen. Zij zijn intussen goed voor zowat 70% van de totale goudvraag. In het verleden heeft goud altijd al de neiging gehad om te verschuiven van landen op hun retour naar landen die welvarender worden. In 2020 zullen de groeielanden bijna de helft van het wereldwijde bbp genereren, tegenover amper 20% in 2000. De groeielanden lijken bovendien van nature uit een grotere voorliefde voor goud te hebben dan de ontwikkelde landen.

## EVOLUTIE VAN DE GOUDMIJNINDEX



Bron: Bloomberg

De stijging van de goudprijs heeft goudaandelen fors doen opveren. Zo bereikte de goudmijnindex eind juni het hoogste peil in twee jaar. Ondanks die stijging noteert de index echter nog altijd veel lager dan in 2013, toen goud voor het laatst meer dan 1.400 USD per ounce kostte. Het is wel zo dat de goudproducenten in het verleden niet altijd even toegewijd waren en dat de meesten zelfs aandeelhouderswaarde vernietigd in plaats van gecreëerd hebben. De sector lijkt op dat gebied echter veranderd. Er zijn nu nieuwe managers die de kapitaaltoewijzing gedisciplineerder aanpakken en zich meer concentreren op het rendement op geïnvesteerd kapitaal in plaats van op productiegroei en expansie tot elke prijs. Daardoor is de sector er heel wat beter aan toe dan pakweg drie jaar geleden en hebben goudbedrijven een veel gezondere balans. Dat leidt ook tot meer fusies en overnames, en die trend zal wellicht aanhouden, aangezien heel wat bedrijven moeite hebben om hun reserves op peil te houden. In tegenstelling tot de fusie- en overnamegolf van 2011 zijn bedrijven nu veel strenger op de betaalde prijs, en beleggers hebben dan ook positief gereageerd op de meeste fusies en overnames.

# Samenvatting

We vatten alles even samen. De gewijzigde houding van de Federal Reserve bevestigt dat de centrale banken de moed niet hebben om een einde te maken aan hun monetaire beleid van de laatste jaren, hoewel dat beleid niet het verhoopte effect heeft gehad. Daarom verwachten de markten een rentedaling die losstaat van de economische kerncijfers. De monetaire autoriteiten blijven de stijgende trend van financiële instrumenten en vastgoed met hun beleid voeden. Daardoor komt de stabiliteit op langere termijn steeds meer in gevaar.

De stijging van de beurzen sinds het begin van het jaar is vooral te danken aan een nieuwe stijging van de waarderingsratio's, die zelf het gevolg is van een nieuwe daling van de obligatierentes. Momenteel is het niet echt duidelijk wat de aandelenmarkten nog een bijkomende boost zou kunnen geven. Een verbetering van de economische situatie kan de rente op obligaties doen opveren en de Amerikaanse centrale bank doen afzien van meerdere renteverlagingen, terwijl een verdere daling van de rente op obligaties de bezorgdheid over de economie kan doen toenemen. De tijd lijkt rijp voor een nog defensievere strategie.

Sinds de koerswijziging van de Federal Reserve in januari is het totaal van de obligaties met een negatieve rente met zowat 50% gestegen, van 9.000 miljard USD tot 13.000 miljard USD. De bedrijfsobligatiemarkt is nog nooit zo risicovol geweest als nu. Nooit eerder waren er zoveel emittenten die met amper één ratingverlaging al uit het investment-gradesegment zouden tuimelen en in de komende jaren een grote financieringsbehoefte hebben. In die omstandigheden zullen aandelen van bedrijven die hun winst in geval van zwakkere economische groei op peil kunnen houden en een aantrekkelijk dividendrendement bieden, wellicht goed overeind blijven.

Goud zal een belangrijke rol blijven spelen als bescherming in perioden van financiële of geopolitieke crisis. In een klimaat van negatieve reële rentevoeten lijkt goud vooral beter in staat om de koopkracht van beleggers op lange termijn op peil te houden dan papiergeld. Dat blijkt duidelijk uit de dollar, die sinds de afschaffing van de goudstandaard met 97% is gedaald tegenover de goudprijs, en de euro, die met bijna 80% in waarde is gedaald sinds hij in 1999 als giraal geld werd ingevoerd. We mogen echter op korte termijn ook niet te veel verwachten van goud. Er zijn correcties mogelijk. Beleggers hebben nog een behoorlijk vertrouwen in enerzijds het financiële stelsel en het vermogen van de centrale banken om doeltreffend in te grijpen en anderzijds financiële instrumenten en vastgoed. De inflatie blijft laag.

Goudproducenten hebben het de laatste jaren moeilijk gehad. Zo kelderde de goudmijnindex tussen eind 2011 en begin 2016 met zowat 80%. Sinds september vorig jaar is hij evenwel met ongeveer 40% opgeveerd. Ondanks dat herstel blijven goudproducenten erg goedkoop, zowel ten opzichte van de aandelenmarkten als ten opzichte van de goudprijs en hun historisch gemiddelde. Ze zullen echter het vertrouwen van beleggers moeten terugwinnen en hun beloften moeten waarmaken.

Als u onze publicatie "Perspectives" niet meer wilt ontvangen,  
kunt u zich uitschrijven via het onlineformulier

[www.bdl.lu/noperspectives](http://www.bdl.lu/noperspectives)

---

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

Nr. **160** – 3<sup>e</sup> kwartaal 2019

**Perspectives**

Redactie beëindigd op:  
15/07/2019

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