

Visie en Prognose

2^e helft 2019

- **Waarom daalt de Amerikaanse dollarkoers niet nu de Fed de rente fors wil gaan verlagen in plaats van verhogen?**
- **Zijn de Centrale Bankiers nog wel onafhankelijk en geloofwaardig?**
- **Zijn de Centrale banken in staat om de financiële markten gecontroleerd naar lagere waarderingen te begeleiden?**
- **Zullen de Europese banken een poging ondernemen om een negatieve rente op de spaartegoeden te introduceren?**
- **Gaat de invoering van de 'Nopec' (antikartelwet) in Amerika zorgdragen voor een olieprijs gebaseerd op daadwerkelijke vraag en aanbod?**
- **Hoelang zal TINA (There Is No Alternative) de beleggingsstrategie op de aandelenmarkten nog verder positief kunnen beïnvloeden?**
- **Gaan we richting deflatie of komt de inflatiegeest met een vertragingseffect alsnog uit de fles?**
- **Gaan de edelmetalen nog verder stijgen en gaat zilver 'gouden' tijden beleven?**
- **Het 'Nieuwe Normaal', obligatiebeleggers die rente betalen om geld te mogen lenen aan landen en bedrijven?**
- **Zal Trump de Amerikaanse economie in de huidige groeimodus kunnen handhaven tot zijn gewenste herverkiezing eind 2020?**
- **Zijn de cryptovaluta's uit hun as herrezen door de voorgenomen introductie van Facebook van haar eigen valuta, de libra?**
- **Gaat de Amerikaanse en Chinese handelsoorlog nog jarenlang de globalisering en groei van de wereldeconomie negatief beïnvloeden?**
- **Zijn de beursgenoteerde vastgoedfondsen koopwaardig met thans een disagio van ca. 33% en een dividendrendement van 7 à 8%?**
- **Zal Italië de euro-zone in een nieuwe crisis storten?**
- **Maakt de invoering van de 'Modern Monetary Theory' in Amerika kans van slagen?**

Terugblik 1^e helft 2019

De Centrale Bankiers van Amerika en Europa hebben voor een onverwacht abnormaal herstel in het 1^e kwartaal gezorgd op met name de aandelen- en obligatiemarkten door het rentebeleid na korte tijd 180 graden te draaien. Het in gang gezette normaliseren van de rentemarkten werd zonder steekhoudende argumenten na korte tijd wederom veranderd in het 'gratis' geldbeleid.

Het is ons nu wel duidelijk dat de financiële markten en de wereldeconomie niet zonder steun van de Centrale Banken zelfstandig kunnen functioneren, waardoor de Centrale Bankiers bij correcties op de financiële markten zich genoodzaakt voelen om deze te hulp te komen al dan niet ingegeven door politieke motieven.

De beleggers zijn hierdoor inmiddels gekomen van de forse vermogensverliezen van eind 2018 en hebben grotendeels de verliezen kunnen goed maken, maar zijn de Centrale Bankiers hiervoor wel veel dank verschuldigd. De geest van TINA (There Is No Alternative) is weer helemaal terug op de financiële markten.

De zogenaamde 'harde' macro-economische 1^e kwartaalcijfers 2019 waren beter dan de verwachtingen, die eind 2018 aanzienlijk neerwaarts waren bijgesteld, ondanks de recessiemodus van de wereldwijde maakindustrie.

De groei in *Amerika* was met 3,2% op jaarbasis voor Trump dan wel een tegenvaller, maar de groei was wel van een dusdanig hoog niveau dat een voorgenomen rentedaling van 0,75% absoluut niet te rechtvaardigen is.

Europa met 1,6% groei op jaarbasis was echt beter dan verwacht met name de groeicijfers van *Duitsland* (1,6%) en *Italië* (0,8%) vielen duidelijk mee, aangezien deze in de laatste 2 kwartalen 2018 richting recessie dreigden te gaan.

Nederland was in de EU-zone dan nog wel het beste jongetje van de klas met 2% groei maar door de verdere daling van de wereldhandel is dit niveau niet te handhaven.

Dat de *Chinese* economische groei met 6,4% iets lager was dan hun eigen prognose nemen we maar weer met een grote korrel zout. Mede door de handelsoorlog met Amerika moeten deze cijfers hooguit op een niveau van 4% liggen en bij verdere afvlakking ligt sociale onrust in het verschiet, wat bij deze grote centraal geleide economie ongekende vormen kan aannemen.

De *Japanse* cijfers met een verrassende groei van 2,1% kunnen wij niet verklaren aangezien men een krimp had verwacht en dat dit alleen toe te schrijven is aan de investeringen voor de Olympische Spelen gaat ons ook te ver. We zijn erg nieuwsgierig naar de 'harde' 2^e kwartaalcijfers.

De economische groeicijfers van de zogenaamde *opkomende landen* waren gemiddeld met 2,5 à 3% dan wel hoger dan het gemiddelde van de G7 landen maar dat kwam vooral door de groeicijfers van opkomend Azië, terwijl opkomend Latijns-Amerika en Europa een gemiddeld groei van 1% lieten zien.

Onze conclusie

De harde wereldwijde economische 1^e kwartaal groeicijfers waren dan wel beter dan verwacht maar waren niet gedreven door hogere export- en productiecijfers. De meevallers kwamen voort uit de hoger dan verwachte binnenlandse investeringen en consumptie.

Wij kunnen de analyses van de toonaangevende economen niet delen die in deze meevallende cijfers de basis zien voor een wereldwijd economisch herstel in de 2^e helft van 2019 en blijven bij onze verwachting van een recessie eind 2019 medio 2020 omdat deze cijfers sterk zijn beïnvloed door éénmalige gebeurtenissen.

Door de bevestiging van de rentedraai van de Centrale Bank in juni zijn ook de solide Nederlandse systeembanken nog niet overgegaan om de rentevergoedingen op hun spaarrekeningen verder te verlagen vanaf de huidige 0,03%. Maar zullen nu ongetwijfeld overwegen of het mogelijk is om een negatieve rentevergoeding te introduceren voor de spaarders.

De beleggers in Nederlandse *Staatsobligaties* hebben door de huidige negatieve rente van 0,15% in de 1^e helft van 2019 een positief totaalrendement van 3,9% kunnen realiseren waarvan 3,5% koerswinst.

De beleggers in risicovolle Europese *bedrijfsobligaties* konden zelfs een positief totaal rendement realiseren van ca. 7% door de rentedraai van de Centrale Bankiers waardoor het gemiddelde effectief rendement inmiddels is gedaald naar ca. 0,75%. Ook obligatiebeleggers in zogenaamde *High Yield bedrijfsobligaties* (zeer hoog risicodragend) konden een positief rendement van ca. 5% realiseren aangezien de beleggers alle risico-signalen zijn blijven negeren met thans een gemiddeld effectief rendement van ca. 2,3%.

De *aandelenbeleggers* in *Europese aandelen* werden in het 1^e kwartaal positief verrast na de forse koersdalingen van gemiddeld 15% eind 2018, met een herstel van ca. 18%. Dit abnormale herstel werd gerealiseerd ondanks tegenvallende bedrijfsresultaten over het 1^e kwartaal met als enige motivatie van: TINA (There Is No Alternative). De risico's van een dalende wereldhandel, dreigende handelsoorlog, recessie en de toenemende politieke onzekerheden in Europa (Italië en Brexit) zijn genegeerd om toch nog enig rendement te scoren in de vorm van dividend.

De Belgische (9% plus) en Engelse aandelenmarkten (10% plus) bleven duidelijk achter ten opzichte van het Europese gemiddelde.

De *Japanse* aandelenmarkten hebben met een koersherstel van 6% nog niet het koersverlies over 2018 van 13% goed kunnen maken ondanks de onverwachte positieve economische groeicijfers over het 1^e kwartaal van 2,1%.

De *Chinese* aandelen hebben dan wel een fors koersherstel laten optekenen van 19% maar ook het verlies over 2018 van 24,5% niet kunnen goed maken.

De Nederlandse onevenwichtig samengestelde AEX-index heeft zich met een rendement van 15% goed kunnen herstellen van het verlies van 10,5% in 2018 conform het Europese gemiddelde. De zogenaamde Nederlandse Midkap aandelenmarkt heeft zich dan wel fors kunnen herstellen met 20% plus maar heeft het verlies van 21,5% over 2018 nog niet kunnen goedmaken.

De *aandelenmarkten* in Amerika hebben zich met een gemiddeld positief rendement van ca. 17% bovengemiddeld hersteld en de Trump rally, na een verlies van 5,5% over 2018, is voorsnog gaande maar had volgens eigen zeggen 30% hoger kunnen zijn indien de Centrale Bank naar hem had geluisterd.

De bedrijfscijfers waren duidelijk beter dan verwacht nadat deze eind 2018 ook wel erg neerwaarts waren bijgesteld. Wel waren de verwachtingen van grote Tech-bedrijven te hoog

gespannen en vielen de bedrijfsresultaten tegen en het is duidelijk dat ze tegen hun groei grenzen zijn aangelopen.

De *vastgoedbeleggers* met beursnotering hebben per saldo geen verdere verliezen (2018 ca. 25%) behoeven te incasseren doordat gemiddeld genomen de hoge dividenduitkeringen het koersverlies konden compenseren.

Voor de belegger met een gemiddeld risicoprofiel was er in de 1^e helft van 2019 een positief rendement van ca. 7% à 8% te realiseren maar werd het negatieve rendement over geheel 2018 van 10 à 11% nog niet geheel goedge maakt.

Noemenswaardig over het 1^e halfjaar 2019 is nog te melden:

- De *Bitcoin* een koersherstel van \$ 3.817,-- naar \$ 11.579,- (214%) heeft laten zien.
- De *politieke autoriteiten* steeds meer kenbaar maken, dat ze meer invloed willen hebben op het onafhankelijk monetair beleid van de Centrale Bankiers voor eigen politiek gewin.
- De *Centrale Banken* van Amerika en Europa het ingezette beleid van rente normalisering in korte tijd hebben gewijzigd in opnieuw een beleid van rentedalingen en marktverruiming zonder een echte duidelijke onderbouwing.
- De *Amerikaanse dollar* niet noemenswaardig is gedaald ten opzichte van de belangrijkste handelspartners na de rentedraai van de Fed.

Onze conclusie

Het gewijzigde rentebeleid van de Centrale Bankiers heeft aangetoond dat de financiële markten en de economieën niet meer zonder de monetaire 'morfine' van de Centrale Bankiers kunnen functioneren. De waarderingen op de financiële markten geven op geen enkele wijze de economische realiteit weer, waardoor de beleggers gedwongen worden om onverantwoorde risico's te blijven nemen om nog enig rendement te kunnen behalen.

Macro-economische vooruitzichten

De gevolgen van het 'America First' beleid van de regering Trump begint nu zichtbaar te worden in de wereldwijde economische cijfers. De Amerikaanse cijfers worden hierdoor dan wel positief beïnvloed maar de cijfers van de andere economische wereldmachten juist negatief. Met name China en Duitsland hebben hun florissante exportposities drastisch zien verslechteren.

De geschiedenis heeft ons geleerd dat wie de wereldhandel wil beïnvloeden voor eigen gewin (protectionisme) op korte termijn voordeel kan hebben maar op lange termijn als een boemerang tegen je gaat werken. Het huidige beleid van protectionisme van Amerika als grootste economische wereldmacht zal uiteindelijk resulteren in het destabiliseren van de wereldeconomie.

We moeten ervan uitgaan dat Trump ten koste van alles zijn 'Trump First' beleid tot eind 2020 (verkiezingen) extra vorm zal gaan geven om de Amerikaanse economie zodanig gunstig te beïnvloeden om te kunnen gaan voor een 2^e termijn.

Het zakelijk verleden van Trump heeft aangetoond dat een goede timing niet zijn sterke punt is. Het zou ons niet verbazen dat hij hierin niet zal slagen en de dan ontstane slechte economische omstandigheden hem dan parten zullen spelen bij zijn voorgenomen herverkiezing. De protectionistische boemerang zou wel eens sneller terug kunnen komen dan wenselijk waardoor wij te maken kunnen krijgen met een 'Trump crash' na een 'Trump rally'.

De 'harde' 1^e kwartaalcijfers waren dan wel beter dan verwacht maar de 'zachte' 2^e kwartaalcijfers tot nu toe van met name het producenten- en consumentenvertrouwen geven ons geen aanleiding om de visie te delen van de baas van de ECB Draghi, dat de economie in de 2^e helft van 2019 zich weer zal gaan herstellen. In het gunstigste geval zouden de 'harde' macrocijfers over het 2^e kwartaal die van het 1^e kwartaal kunnen evenaren. Niet alleen wij maar ook de OESO en het IMF zien dat de investeringen achterblijven en de koopkracht niet noemenswaardig is toegenomen en adviseren de politieke autoriteiten indringend om eindelijk eens werk te gaan maken van de noodzakelijke hervormingen omdat de 'munitie' van de Centrale Bankiers eindig is om de economie te blijven stimuleren.

Het IMF heeft in haar meest recente outlook te kennen gegeven dat 2019 de laagste economische groeicijfers zal laten zien sinds de crisisjaren 2008 en 2009 omdat 70% van de wereldeconomie te maken zal krijgen met afzwakkende groei. Maar mochten verdere neerwaartse risico's uitblijven en de politiek snel zal gaan hervormen dan gaat de economie zich weer herstellen in 2020 en 2021.

Dit verwachte economische herstelscenario vinden wij voorbarig maar we weten ook dat het IMF altijd een, morgen wordt het beter, tekst toevoegt aan hun rapportages.

De huidige consensus van de wederom neerwaarts bijgestelde verwachtingen voor geheel 2019 zijn nu:

Wereldwijde groei van 3,1%, Amerika 2,2%, China 6,2%, Japan 0,7%, Eurozone 0,7%, Duitsland 0,3%, Frankrijk 0,9%, Italië -0,2% en Nederland 1,3%.

Wij blijven bij onze verwachting dat niet alleen Amerika maar ook Europa en Japan sneller in een recessie zullen komen dan verwacht, waarbij Europa rekening moet houden dat indien Amerika en China hun handelsoorlog weer bespreekbaar gaan maken Trump snel een handelsoorlog met Europa zal gaan beginnen. De economische motor van Europa, Duitsland zal door haar sterke exportafhankelijkheid van haar kapitaalgoederen wel eens als eerste in een recessie kunnen belanden.

Ook wordt het ons steeds duidelijker dat de financiële en bankencrisis van 2008 nooit echt is opgelost gezien het feit dat de Centrale Bankiers hebben geprobeerd om de rentemarkten vanaf het nul-procent niveau te normaliseren en dit beleid reeds na een halfjaar geheel moesten terugdraaien aangezien de financiële markten ongecontroleerd dreigden fors verder te corrigeren. Ze hebben wederom tijd gekocht om banken, landen en bedrijven te 'redden' en nu maar hopen dat het economisch herstel op eigen kracht zal kunnen plaatsvinden.

Deze hoop zal vervolgens resulteren in uitgestelde teleurstellingen omdat:

- De nu nog 2^e wereldmacht China zijn huidige economische groeicijfers van 6,4% niet kan handhaven en deze de komende jaren zal zien dalen naar hooguit 4%.
- Het gevoerde 'America First' beleid van Trump uiteindelijk zal resulteren in wereldwijde economische instabiliteit.
- Europa en in het bijzonder Duitsland nog jaren nodig hebben om hun economieën drastisch te innoveren naar een meer digitaal gestuurde economie om de huidige zorgelijke achterstanden met de VS en China proberen ongedaan te maken.
- De handelsoorlog van China en Amerika een strijd van jaren zal worden met vooralsnog China als onderliggende partij.
- De monetaire en politieke autoriteiten zullen blijven gaan voor een 'doormodderbeleid' bij gebrek aan daadkracht.
- De autoriteiten geen oplossing hebben voor de schuldenberg van \$186 biljoen van landen, bedrijven en particulieren

- Men insolvable banken, bedrijven en landen niet gewoon failliet zal laten gaan.
- De wereldwijde schuldenberg zal ooit weer van het huidige solvabiliteitsprobleem omslaan in een liquiditeitsprobleem zoals in 2008 ook het geval was.

Opvallend is te constateren dat er in Amerika politieke stromingen actief zijn, met name onder de Democraten, die ervan overtuigd zijn dat het huidige monetaire beleid tegen zijn eigen grenzen aanloopt en de redding moet komen door de 'Modern Monetary Theory'.

De uitgangpunten van deze theorie zouden moeten zijn:

- Het belastingstelsel aanpassen aan de hoogte van de inflatie en de economie sturen met belastingen en niet meer zoals nu via het huidige rentebeleid.
- De overheid zal geen obligaties meer mogen uitgeven.
- Een 100% baangarantie voor iedereen.
- De Centrale Bank een eeuwigdurende nul-procent rentebeleid moet invoeren.
- De overheid onbeperkt geld mag lenen bij de eigen Centrale Bank.

Je moet wel heel ruimdenkend en/of economisch ten einde raad zijn om deze wijze van het monetair beleid in te willen voeren.

Volgens ons is het ook niet uitvoerbaar aangezien een monetair beleid moet zijn gebaseerd op vertrouwen en niet op basis van politieke motieven. Maar een kat in het nauw kan rare sprongen maken?

Een inhoudelijke economische groeiverwachting uitspreken omtrent de economische ontwikkelingen per land en regio voor 2019 lijkt ons nu niet zinvol bij onze verwachting van een wereldwijde recessie met economische krimp.

Onze conclusie

Het zou kunnen dat Trump met zijn 'Trump First' beleid tot eind 2020 de Amerikaanse economie in de huidige groeimodus kan handhaven maar dit zal dan wel ten koste gaan van de toch al matige economische vooruitzichten van Europa, China, Japan alsmede de opkomende economieën.

Het is echter ook mogelijk dat gedurende deze periode de om urgentie vragende aanwezige wereldwijde economische problemen onhoudbaar blijken te zijn waardoor wij snel in een lange periode van recessie zullen belanden en Trump niet zal worden herkozen.

Inflatievooruitzichten

Nederland zal met zijn getaxeerde inflatie van 2,3% over 2019 het gemiddelde Europese niveau van 1,1% ruimschoots overtreffen en hiermee zeker aan de 2% doelstelling van de ECB voldoen. Door simpel zelf de BTW en de energiekosten te verhogen heeft Nederland laten zien dat het niet zo moeilijk is om de inflatie te doen stijgen, maar heeft wel een eenmalig effect.

De inflatie in het 1^e halfjaar is gemiddeld genomen ondanks dat de invloed van toenemende looninflatie en stijgende energieprijzen weer gaan dalen en is het de Centrale Banken wederom niet gelukt om de inflatie op het wenselijk niveau van 2% te houden.

De economen en Centrale Bankiers kunnen hiervoor geen steekhoudende verklaringen geven en roepen maar iets over vergrijzing, globalisering van de wereldhandel, flexibilisering van de arbeidsmarkt, stagnerende arbeidsproductiviteit en de digitalisering.

De monetaire autoriteiten van met name Europa en Amerika zijn bang voor het zogenaamde Japan scenario van een lange periode van lage inflatie, 0% rentebeleid, lage economische groei en willen dit ten koste van alles voorkomen.

Gelukkig zijn Europa en Amerika niet te vergelijken met Japan en moeten ze eens hun huidige inflatiedoelstellingen aan de snel veranderende economische omstandigheden aanpassen. Indien men ook nog eens de economische groeimetingen per hoofd van de bevolking laat plaatsvinden en niet meer zoals nu met de huidige achterhaalde computermodellen zal blijken dat het Japan scenario nog niet zo slecht is. Naast de Centrale Bankiers wil toch niemand hogere prijzen?

Door de economen is de wereldwijde inflatieverwachting voor geheel 2019 inmiddels naar beneden bijgesteld en geprognoseerd op 3,8%. In Amerika op 1,6%, China 2,5%, Japan 1,1%, Eurozone gemiddeld 1,1% (kerninflatie 0,8%) en Nederland op 2,3%.

Onze conclusie

De inflatie zal tot eind 2019 tot de naar beneden neerwaartse bijgestelde niveaus kunnen dalen maar we blijven de mening toegedaan dat de inflatie uiteindelijk weer zal gaan toenemen. Er is nu alleen sprake van een vertragingseffect. We blijven de omloopsnelheid van de wereldwijde geldstromen in de gaten houden om te bepalen of en wanneer de inflatie daadwerkelijk weer zal gaan stijgen.

Rentevoorzichten

Korte rente (sturingsinstrument Centrale Banken)

Nadat de ECB in 2018 was gestopt met het obligatie-opkoopprogramma van ca. € 2600 miljard en voornemens was om eind 2019 de rentemarkt weer te gaan normaliseren middels rentestijgingen heeft Draghi in januari van 2019 aangekondigd hiermee alweer te moeten stoppen en verder te gaan met verruimingsmaatregelen om de inflatie aan te wakkeren en de economie te stimuleren indien nodig. Hoe onberekenbaar kun je zijn?

Dit is volgens ons een duidelijk signaal dat de financiële markten en de economie niet zonder steun van de Centrale Banken kunnen functioneren zoals ook de afgelopen jaren reeds het geval was.

Voor banken, verzekeraars, pensioenfondsen en spaarders is te hopen dat de benoeming van de president van de Bundesbank Weidman als opvolger van Draghi eind oktober van dit jaar zal plaatsvinden waardoor rentestijgingen de rentemarkten weer gaan normaliseren vanaf het huidige nul-procent niveau.

Ook de Amerikaanse Centrale Bank heeft plots zonder aanwijsbare redenen hun rentebeleid gewijzigd van een aangekondigde rentestijging van 0,75% in 2019 vanaf de huidige bandbreedte van 2,25 tot 2,50% naar een voorgenomen rentedaling van 0,50 à 0,75 voor dit jaar. Wij kunnen ons niet aan de indruk onttrekken dat Trump hierin de hand heeft gehad om de onafhankelijkheid van de Centrale Bank ondergeschikt te maken aan zijn eigen politiek gewin door te roepen dat hij het beleid van de Centrale Bank 'krankzinnig' vindt en de baas van de Centrale bank Powell zelfs 'gestoord' noemde.

Onze conclusie

De korte rente zal nog lang om en nabij het huidige nul-procent renteniveau blijven waarbij de huidige boeterente voor de banken van -0,40% nog wel eens kan worden verhoogd naar -0,70% en de banken een poging wagen om een negatieve rente op de spaartegoeden te introduceren, wat volgens ons een brug te ver zal zijn. De rente in Amerika tot aan de

verkiezingen daadwerkelijk zal worden verlaagd ongeacht de economische noodzaak en het wenselijk Centrale Bank beleid.

Lange rente *(vrije marktmechanisme op basis van inflatieverwachtingen)*

Door een combinatie van onrustige financiële markten en het onverwachte veranderende rentebeleid is de obligatiemarkt weer terug in zijn rol van 'vluchthaven' en hebben de obligatiebeleggers in Duitse (-0,3%) en Nederlandse Staatsleningen (-0,15%) weer een negatief rendement op hun obligatiebeleggingen.

Op de overige obligatiemarkten is men bereid voor een extreem lage rente onaanvaardbare risico's te nemen. Er wordt niet gekeken naar kwaliteit debiteur van de landen en/of ondernemingen. Dat dit in de toekomst tot grote problemen zal gaan leiden is niet moeilijk te voorspellen. Eens zal het schuldenprobleem in met name bedrijfsobligaties veranderen van een solvabiliteitsprobleem in een liquiditeitsprobleem.

Onze conclusie

De obligatiebeleggers dienen er nog steeds rekening mee te houden dat de grootste financiële bubbel allertijden vroeg of laat zal gaan leeglopen om het simpele feit dat het niet normaal en wenselijk is dat men rente moet betalen als men een lening verstrekt.

Vooruitzichten aandelenmarkten

TINA (There Is No Alternative) is weer terug van weggeweest op de aandelenmarkten en heeft zorggedragen dat de dubbelcijferige verliezen van eind 2018 grotendeels weer zijn goedge maakt.

Nu ook de bankanalisten de mening zijn toegedaan dat de huidige waarderingen op de Internationale aandelenmarkten veel te hoog zijn en hun gebruikelijke computermodellen niet meer de hoge waarderingen kunnen onderbouwen onder de huidige en verwachte bedrijfsresultaten, laat staan de huidige economische realiteit.

Maar toch blijven ze adviseren om aandelen te kopen en/of aan te houden onder het motto van TINA (There Is No Alternative) en omdat spreiding van het vermogen noodzakelijk is voor een goed rendement voor de lange termijn. Ze vergeten hierbij waarschijnlijk dat in 2008 de aandelen, obligatie en vastgoedwaarden tegelijk met ca. 50% zijn gedaald.

Dat TINA (There Is No Alternative) nog tot ongekende koersstijgingen kan leiden op de aandelenmarkten is niet uit te sluiten. Hoe de markten extreem sentimenteel kunnen reageren is ons ook weer duidelijk geworden gezien de huidige extreme koersstijgingen van Bitcoin en recente waanzinnige beursintroductions. Maar op basis van onze jarenlange ervaringen weten wij ook dat hebzucht onder de beleggers snel kan omslaan in angst.

Omdat wereldwijd de aandelenkoersen op een te hoog niveau staan en wij niet verwachten dat de economie zich de komende jaren zal gaan herstellen en zelfs een verwachting van een recessie uitspreken blijven wij negatief adviseren in aandelenbeleggingen in het algemeen op basis van onze fundamentele analyses.

Wij kunnen dan ook heel kort zijn over aandelenbeleggingen en het heeft nu geen zin om verwachtingen voor bedrijven, sectoren en regio's nu te analyseren, behalve dat men op basis van fundamentele analyses, short posities kan innemen. Maar op basis van het huidige manisch-depressieve sentiment dient men tot aan de verkiezingen in Amerika hiermee voorzichtig te zijn.

Onze conclusie

Hoelang TINA (There Is No Alternative) de aandelenmarkten nog positief zal kunnen blijven beïnvloeden is niet te voorspellen. Maar dat de waarderingen van aandelen uiteindelijk weer zullen plaatsvinden op basis van de daadwerkelijke winstgevendheid en een verantwoord dividendbeleid is wel te voorspellen en dan zal blijken dat koersdalingen van 20% of meer geen uitzonderingen zullen zijn.

Valutavoorsichten

Ondanks het gewijzigde rentebeleid (verlagen in plaats van verhogen) van de Amerikaanse Centrale Bank onder druk van Trump zal een verdere stijging voor de korte termijn van de Amerikaanse dollar ten opzichte van de euro volgens ons het meest waarschijnlijke scenario blijven, omdat:

- De economische ontwikkelingen tot de Amerikaanse verkiezingen op papier minder slecht zullen zijn dan die van Europa, mede doordat Amerika een 'handelsoorlog' met Europa zal gaan starten waarbij met name de economische motor van Europa Duitsland zwaar zal worden getroffen.
- Italië, onder de huidige regeringscoalitie de eurozone vroeg of laat in een nieuwe crisis zal gaan storten.
- Om de inflatie op te drijven en de economische krimp te voorkomen heeft ook de Europese Centrale Bank zijn beleid van normaliseren van de rentemarkt gewijzigd naar wederom verruimend beleid.
- De Amerikaanse dollar is en blijft voorsnog de reserve valuta van de wereld en zal mede hierdoor als vluchthaven worden gebruikt bij verdergaande onrust op de financiële markten.
- China het handelsconflict met Amerika niet zal laten escaleren tot een valutaoorlog ondanks hun dollarreserves van ca. \$ 3.000 mrd.
- De toenemende onzekerheden hoe de Brexit nu daadwerkelijk zal plaatsvinden.

Op langere termijn blijven wij minder positief voor de dollar maar tot de verkiezingen zal door de regering van Trump er alles aan worden gedaan om de economische cijfers positief te beïnvloeden en desnoods door de macht te grijpen bij de Centrale Bank.

Voor de Engelse pond blijven wij bij onze verwachting dat vanaf het huidige lage niveau een sterke stijging ondanks een toenemende dreiging van een No-deal Brexit eind oktober.

Onze conclusie

Een tijdelijke verdere stijging van de Amerikaanse dollar ten opzichte van de euro naar een niveau van ca. € 1,05 blijft onze verwachting, maar we sluiten een pariteitsnotering niet uit wanneer de 'tijdbom' Italië in de eurozone tot ontploffing zal komen in combinatie met een recessie (eind 2019 begin 2020).

Vooruitzichten vastgoedbeleggingen

Het overgrote deel van de vastgoedfondsen met beursnoteringen in kantoren en winkels zijn in het 1^e halfjaar verder in waarde gaan dalen na een forse daling van meer dan 30% in 2018. De gemiddelde disagio's bedragen nu meer dan 30% met een gemiddeld dividendrendement van inmiddels 7 à 8%.

De huidige hoge disagio's lijken ons erg overdreven en wij blijven dan ook bij ons advies om gefaseerd de voorgenomen vastgoedposities in te nemen als toekomstige anti-inflatiebelegging met een aantrekkelijk dividendrendement ondanks de marktverwachting van toekomstige dividendverlagingen.

Door een toename van economische activiteiten en herontwikkeling blijft de *kantorenmarkt* zich verder herstellen en neemt de leegstand in Nederland verder af. De gemiddelde leegstand gaat nu richting de 10% terwijl de gemiddelde verkoopprijzen zich ook verder herstellen maar nog wel beneden de niveaus van voor de crisis in 2008.

Wel zien wij grote verschillen tussen de grote steden en de periferie. Op de zogenaamde A1 locaties in de grote steden is zelfs sprake van schaarste aan kwaliteitshoogwaardige kantoorruimte terwijl in de randgebieden grootschalige sloop en/of herontwikkeling van de leegstaande 'kansarme' kantoorruimtes nog echt vorm moet krijgen om de kantorenmarkt ook daar weer gezond te maken.

De leegstand bij *winkelvastgoed* in de grote en middelgrote plaatsen blijft zich verminderen en/of te stabiliseren ondanks de recente faillissementen van grote winkelketens en zijn zelfs autonome huurstijgingen te constateren met een bezettingsgraad van boven de 95%. De retailers/winkeliers die nu nog alleen een ruimte huren en daar hun producten uitstallen en maar wachten tot de klanten komen gaan het niet meer redden en gaan failliet. Deze ruimtes worden ingenomen door zogenaamde belevingswinkels, sportscholen en medische dienstverleners alsmede grote Internetbedrijven die zich ook fysiek gaan vestigen.

In de kleinere provinciale plaatsen blijft het leegstandprobleem tussen de 8 en 10% zich hardnekkig voordoen en is een combinatie van sloop en herontwikkeling de enige oplossing om het grote leegstandprobleem op te lossen.

De *woningmarkt* is nu niet alleen in de grote steden aan het afkoelen maar ook de koopprijzen zijn zelfs licht aan het dalen richting de reële waarde ondanks dat makelaarsclub NVM spreekt van een prijsstabilisatie voor de gehele woningbouw.

In het 1^e kwartaal is ook duidelijk gebleken dat er minder hypotheeklen zijn verstrekt en er minder verkopen hebben plaatsgevonden alsmede dat er minder nieuwbouw heeft plaatsgevonden.

Sinds het dieptepunt van 2013 zijn de woningprijzen weer hersteld tot gemiddeld € 295.000,- naar iets boven de vorige piek van 2008 waardoor de Nederlandse Bank en het IMF een eventuele huizenmarktcorrectie weer als een groot risico zien voor de Nederlandse economie. Mede hierdoor heeft een kredietbeoordelaar de outlook-waarderingen voor een aantal grote Nederlandse banken neerwaarts bijgesteld.

De beleggers van het 1^e uur in *huurwoningen* zijn inmiddels begonnen met verkopen om de winst veilig te stellen. Men begint zich zorgen te maken over het rendement van hun beleggingen nu de huurinkomsten met name in de grote steden onder druk komen te staan doordat de lokale autoriteiten daadwerkelijk voornemens zijn om de te hoge huurprijzen op de vrije woningmarkt aan te pakken. Ook is niet uit te sluiten dat er fiscale maatregelen zullen worden ingevoerd die het huidige hoge rendement zullen afnemen.

Door de onstuimige groei van het toerisme zijn vooralsnog beleggingen in *hotelvastgoed* goed rendabel maar ook de groei van het toerisme kent inmiddels zijn grenzen.

Ook beleggingen in *logistiek vastgoed* renderen vooralsnog bovengemiddeld door een combinatie van de opkomst van e-commerce en een periode van economische groei.

Voor beide vastgoedcategorieën is volgens ons nu wel sprake van te hoge waardering en is een aanzienlijke correctie te verwachten.

Onze conclusie

Goede verhandelbare kwaliteits-vastgoedfondsen met beursnoteringen in kantoren en winkels zijn nu na lang wachten eindelijk koopwaardig met de verwachting van een dividendrendement van 7 à 8% en toekomstige koerswinst, terwijl wij voor de overige vastgoedcategorieën een daling van 15 à 20% niet uitsluiten na de overdreven prijsstijgingen van de afgelopen periode.

Alternatieve beleggingen

Grondstoffen

De toenemende onzekerheden omtrent de handelsoorlog tussen Amerika en China in combinatie met weersomstandigheden zorgden voor de nodige koersschommelingen op de markten van de *Basismetalen* maar per saldo herstelden de koersen zich niet noemenswaardig na een forse daling in het 3^e en 4^e kwartaal van 2018. De prijs van ijzererts is wel fors gestegen maar weersinvloeden in Australië en Brazilië waren hiervoor verantwoordelijk.

De basismetalen zien wij ondanks de relatieve lage prijzen niet op korte termijn herstellen door de grote afhankelijkheid van China en verder afnemende wereldhandel. Een uitzondering hierop zouden *koper-* en *lithiumprijzen* kunnen zijn.

Ook voor de *agrarische grondstoffen* verwachten wij geen noemenswaardige prijsstijgingen waarbij de prijs van Soja voorlopig zal worden bepaald door de ontwikkelingen van de handelsoorlog tussen China en Amerika.

Wij gaan ervan uit dat de twee economische wereldgrootmachten China en Amerika nog jaren nodig zullen hebben voor een oplossing voor hun handelsproblemen waardoor de wereldhandel niet de kans krijgt om zich te kunnen herstellen waardoor de agrarische en basismetalenprijzen vooralsnog niet aan een rally kunnen beginnen.

Energie

De olieprijs is dan wel in het 1^e halfjaar met 28% gestegen van \$45 naar nu \$58 per vat waarbij wij ons wel moeten realiseren dat er ultimo 2018 een daling had plaatsgevonden van \$74 in oktober 2018 naar \$45 per vat en er inmiddels een reële oorlogsdreiging is tussen Amerika en Iran.

Wel opvallend was het dat ondanks de toenemende spanningen in de Straat van Hormuz en een ophanden zijnde verlenging van de productiebeperkingen van de Opec en Rusland de olieprijs ca. 20% lager is dan de top van medio april dit jaar.

Ondanks deze toch bovengemiddelde stijging van de olieprijs blijven wij bij onze verwachting van \$40 en \$45 per WTI barrel omdat het huidige overaanbod vooralsnog zal blijven bestaan door:

- Aanhoudende afzwakkende wereldwijde economische groei.
- Het OPEC-kartel onder aanvoering van Saoedi-Arabië en hun 'partner' Rusland niet in staat worden geacht om de afspraken van vermindering van olieproductie na te komen aangezien ze de olie-inkomsten hard nodig hebben om hun begrotingen rond te krijgen.
- Amerika (Trump) gebaat is bij een lage olieprijs om zijn kiezers tot de verkiezingen te kunnen voorzien van goedkope benzine.
- Wij rekening moeten houden met de invoering van de 'Nopec' de antikartelwet in Amerika waardoor de Opec-landen niet meer in staat worden geacht om de olieprijs te manipuleren en vraag en aanbod de olieprijs gaat bepalen.

Edelmetaal

Door een combinatie van rentedalingen en toenemende geopolitieke spanningen zijn de edelmetalen in korte tijd fors gestegen en worden nog steeds gebruikt als 'vluchthaven' in onrustige periodes op de financiële markten in combinatie met de verwachting van een lange periode van lage en zelfs negatieve rente.

De goudprijs is voor het eerst sinds 6 jaar weer boven de \$1.400 koers uitgekomen waardoor de goudanalisten ineens positieve analistenrapporten opstellen voor de edelmetalen en hierbij de verwachting uitspreken dat de koers van het goud van \$1.550 een kwestie van tijd is.

Wij blijven voor de korte en middellange termijn positief voor verdere koersstijgingen van de edelmetalen op basis van onze verwachting dat de financiële markten de komende tijd onrustig zullen blijven door toenemende geopolitieke spanningen en falend monetair beleid van de Centrale Banken.

Op dit moment gaat onze voorkeur nog steeds uit naar het *zilver* omdat de verhouding tussen het prijsverschil van goud en zilver namelijk fors is gestegen en weer zal gaan normaliseren naar historische verhoudingen. Dus 'gouden tijden' voor het zilver.

Bitcoins (cryptomunten)

De *Bitcoin* heeft in het 1^e halfjaar van 2019 een abnormaal koersherstel laten zien van 220% na een koersdaling van 72% in 2018. De aanleiding achter deze stijging is volgens de 'analisten': introductie future-handel in de VS van Bitcoins, invoering van Facebook-munt de *libra*, alternatief voor goud en schaarste door minder productie van cryptomunten.

Wij blijven bij onze visie dat de huidige cryptovaluta's geen bestaansrecht en toekomst hebben omdat ze geen onderliggende waarden vertegenwoordigen, bewezen fraudegevoelig te zijn en voor illegale financiële handelingen worden gebruikt. Tevens is het energieverbruik en de CO2-uitstoot voor Bitcoins-transacties en delving (minen) onverantwoordelijk hoog.

In een poging om het bestaande geldsysteem en cryptomunten te disrupten heeft Facebook recentelijk zijn eigen 'valuta' *de libra* aangekondigd die in 2020 reeds zal worden geïntroduceerd.

De enigste overeenkomst die de *libra* heeft met de cryptovaluta's is dat deze beide gebruik maken van de *blockchain-techniek*. De *libra* is niet meer en minder is dan een soort tegoed in een Facebook-systeem met een koppeling aan een valutamandje van toonaangevende valuta's. De cliënten van grote Amerikaanse Tech-ondernemingen kunnen dan hun eigen valuta's storten bij Facebook en vervolgens met elkaar diensten en producten verrekenen.

Aangezien Facebook reeds meerdere malen heeft laten blijken dat het 'verkopen' van data ten koste van bijna alles mag plaatsvinden, is het heel waarschijnlijk dat de financiële en politieke autoriteiten de komst en gebruik van de *libra* niet zullen toestaan.

Ook zal men een (onbetrouwbare) private onderneming zoals Facebook niet toestaan om het bestaande geldsysteem te beïnvloeden en/of te controleren zoals de Centrale Bankiers nu als taak hebben.

Het huidige financiële 'monopoliegeldsysteem' zal naast de huidige cryptomunten ook niet door de *libra* kunnen worden vervangen. Wel is het wenselijk dat de financiële autoriteiten snel zelf een betrouwbaar digitaal financieel-systeem gaan opstarten en/of te hervormen.

Huidige kansen en risico's voor beleggers

Risico's

- Insolvable landen, banken en verzekeraars.
- T.z.t stijging van de inflatie en rente.
- Toenemende geopolitieke spanningen en veranderende machtsverhoudingen.
- Zorgwekkende afnemende liquiditeit op de financiële markten.
- Gigantische onbeheersbare off balance derivatenposities op alle financiële markten.
- Op basis van algoritmes computergestuurde koop- en verkoophandel.
- Escaleren van een wereldwijde handelsoorlog.
- De onbetaalbare wereldwijde schuldenberg (318% van het bbp).

Kansen

- Kleinschalige aandelenbeleggingen middels stock-picking van ondergewaardeerde 'herstelkandidaten'.
- Beursgenoteerd winkelvastgoedfonds met een disagio van ca. 33%.
- Short gaan in Europese en Amerikaanse Staatsleningen en/of aandelen.
- Aankoop van edelmetaal, Goud, Zilver als 'veilige haven' belegging.
- Na verwachte forse correcties aankoop van wereldwijde kwaliteitsaandelen.

Eindconclusie

Nu bij bijna alle beleggingscategorieën de risico's en rendementsverhoudingen steeds verder in onbalans zijn geraakt is het in zijn algemeenheid op basis van fundamentele analyse niet meer verantwoord om te beleggen in aandelen en/of obligaties.

Het alternatief middels het stallen op spaarvormen desnoods tegen 0% is volgens ons niet meer zonder risico omdat wij ons grote zorgen blijven maken over de solvabiliteit van de banken en levensverzekeraars door een combinatie van slechte balansverhoudingen en gebrek aan verdienmodellen bij de huidige extreme lage rente.

Het wordt hoog tijd voor een risicovrije Staatsbank waar je kosteloos en risicoloos je spaargeld even kan stallen.

Voor degene die de verwachting hebben dat wij nog wel een tijdje monetair en politiek zullen doormodderen en men de rentemarkt voorlopig niet gaat normaliseren is het te overwegen om tijdelijk te beleggen in goed verhandelbare aandelen-indexfondsen. Wel moet men het risico kunnen accepteren en kunnen dragen dat koersdalingen van 20% of meer ook mogelijk zijn zoals recentelijk eind 2018 nog het geval was binnen een zeer korte periode.

Beurswijsheid: Als de feiten veranderen, verander ik van gedachten (Keynes)

Ard Donker
Vermogensadviseur

Groningen, 5 juli 2019

Voor onze dagelijkse analyse van de financiële markten kunt u altijd geheel vrijblijvend contact met ons opnemen.

Deze informatie is ontleend aan door ons betrouwbaar geachte bronnen en met de wetenschap dat niemand de economie en de financiële markten kan voorspellen. Voor de juistheid van de genoemde feiten, meningen en verwachtingen kunnen wij niet instaan.