



Zorgen over de Chinese en Europese economie doemden in december weer op en in de VS was er de nodige aandacht voor de Fed bijeenkomst. Komt er een renteverhoging was de vraag en belangrijker nog, wat wordt in 2019 op dit front verwacht. Ook werd de stemming over de Brexit uitgesteld en doorgeschoven naar half januari. De beurs eindigde afgelopen maand uiteindelijk zwaar in mineur. Aandelenkoersen reageerden negatief op vooral het magere economische nieuws uit China en Europa. In China kwamen de industriële productie en detailhandelsverkopen namelijk iets onder de verwachting uit. In de eurozone daarentegen vielen de eerste inschattingen van het vertrouwen van inkoopmanagers in december tegen. Gerekend werd op een stabilisering van dat vertrouwen, maar dat bleek teveel gevraagd. In Frankrijk hadden de 'gele hesjes' een negatieve invloed op het vertrouwen in de Franse economie. Dit werkte door op het vertrouwen in de economie van de gehele eurozone. Belangrijke tegenhanger in de Eurozone vormde de consumentenbestedingen. Deze bestedingen profiteerden van de alsmat afbrokkelende werkloosheid en oplopende lonen. Uiteindelijk is de tegenvallende wereldwijde economische groei dé risicofactor die we voor de komende tijd in de gaten moeten houden. Wat zou helpen, is dat de handelsspanningen tussen de VS en China op een veel lager pitje komen. De Chinezen gaven alvast een teken van goede wil door hun importtarieven op Amerikaanse wagens drastisch terug te brengen. Anderzijds zullen Chinezen hun economie stimuleren wat de groei op peil kan houden. De handelsbesprekingen, van afgelopen week, tussen de twee grootmachten stemden de beurzen in ieder geval gerust. Een welkom en positief gegeven.

---

### *De Fed verhoogt de beleidsrente en...?*

---

De Amerikaanse centrale bank Federal Reserve (Fed) verhoogde, zoals verwacht, de beleidsrente met 0,25% tot de range van 2,25% tot 2,5%. Daarnaast verlaagde de Fed zijn projectie voor verdere renteverhogingen in 2019 en 2020 slechts in beperkte mate. Deze mededelingen waren door de markten reeds voorzien.

Echter, De financiële markten schrokken wel van de onverminderd harde lijn van de Fed, die gewoon doorgaat met het afbouwen van de balans en het pad van renteverhogingen blijft volgen. De financiële markten rekenden erop, dat de Fed juist minder harde taal over 'renteverhogingen' zou verkondigen.

Eerder had Fed-voorzitter Jerome Powell namelijk gezegd dat de beleidsrente dicht bij het neutrale niveau was aangekomen. De markten rekenden dus mis. De

vraag is of verdere renteverhogingen noodzakelijk zijn in de toekomst? Dat hangt af van de komende macro-economische cijfers. Die zijn tot op heden sterk genoeg, stelde de Fed. Daarnaast bevestigde de centrale bank met zijn rentebeleid bovenop de bal te willen zitten. Helaas gaf dat niet het juiste comfort voor financiële markten en aandelenkoersen gingen hierop breed onderuit.

## Amerikaanse economie blijft krachtig

In de toelichting op het rentebesluit besteedde Powell nauwelijks aandacht aan de forse bewegingen op de financiële markten. We houden een oogje in het zeil maar er is geen reden tot paniek, luidde zijn boodschap. De Fed typeert de economische groei in de VS als 'krachtig'. Geen serieuze afzwakking, maar wel een lichte neerwaartse herziening van de groei voor 2019. Toch wringt hier de schoen denkt men. Economen schatten de risico's voor de economische groei hoger in dan de Fed. De vrees groeit bij economen dat de Fed achter de economie aanholt, maar is deze vrees terecht?

Ja en nee. Sommige indicatoren zoals de stevig vertragende huizenmarkt en opdrogende kredietmarkten in de VS en ook de zogeheten kwestie 'overheid shutdown' wijzen op onheil. Echter, de arbeidsmarkt en het (verwachte toekomstige) activiteitsniveau in de industrie en dienstverlening zijn onverminderd sterk. Het beeld blijft troebel en daarom wil de Fed zijn kruit graag drooghouden voor calamiteiten. De focus van economen en financiële markten is de komende tijd nog meer op de economische groeicijfers en -indicatoren gericht dan voorheen. Deze blijven naar onze mening vooralsnog goed genoeg om de aandelenmarkten te ondersteunen.

---

## ECB stopt opkoopprogramma definitief

---

De mededeling van de ECB onlangs, om te stoppen met de opkoop van obligaties vanaf 1 januari 2019, was ruimschoots voorzien door de financiële markten. De gelden van vrijvallende obligaties in de ECB-portefeuille zullen worden geherinvesteerd. Dat gebeurt gedurende een langere dan in eerste instantie verwachte periode en loopt door tot mogelijk na de eerste renteverhoging van de ECB. Dat is een teken dat de ECB zich gedurende een ruime periode flexibel opstelt met het geldbeleid.

## Renteverhoging in 2019 onwaarschijnlijk

Het is wel de vraag wanneer de eerste renteverhoging van de ECB plaatsvindt. De financiële markten

verwachten een eerste verhoging van de beleidsrente in de herfst van 2019, maar dat is steeds minder zeker. Met een afzwakkende inflatie en economische groei neemt de kans op een renteverhoging namelijk snel af. Doorschuiven van een eerste opwaartse rentestap naar 2020 is naar onze mening waarschijnlijker.

Er zijn meer tekenen dat de ECB minder snel de geldkraan dichtdraait. De mogelijkheid om bijvoorbeeld langlopende kredieten aan banken te verstrekken blijft openstaan, benadrukte bankpresident Mario Draghi. Daarmee loopt hij vooruit op de goedkope aflopende kredieten van de ECB aan Italiaanse banken begin 2019. Die worden zeer waarschijnlijk verlengd.

## Tienjaars Duitse rente blijft op een laag niveau

Dat de geldkraan van de ECB open blijft staan ondersteunt de marktvisie dat de Duitse tienjaarsrente op een laag niveau zal blijven bewegen en voorlopig niet boven de 0,50% zal uitkomen. Het rentetarief bedraagt momenteel afgerond 0,20%.



Er is niet direct reden voor een versnelde stijging gezien de gematigde groei- en inflatieverwachtingen. De daling van de Duitse tienjaarsrente wordt ook toegeschreven aan de politieke strubbelingen zoals de Brexit en de Italiaanse begroting. Bij een terugkerende rust op dit front zal de rente wat terug kunnen oplopen, maar dit zal met weinig snelheid gepaard gaan denken wij.

---

## Verzwakking groei China en de VS

---

De meest recente cijfers over zowel de Amerikaanse als Chinese economie duiden op een verzwakking. Dit geldt met name voor de productiekant. Kijken we daarentegen naar de dienstensector, welke veel omvangrijker is, dan is de verzwakking veel minder sterk te noemen. In China is de inkoopmanagersindex van de dienstensector in december zelfs onverwacht gestegen. Dat de groei licht verzwakt is niet schokkend te noemen en er is dan ook geen sprake van een zogeheten 'harde landing' (een

snelle groeivertraging binnen relatief korte termijn) van de Chinese economie.



Ondanks alle zorgen over de effecten van de Amerikaans-Chinese handelsoorlog en de verhoging van de beleidsrente door de Fed draait de Amerikaanse economie best goed. Zo zijn er in de VS in december veel meer banen bijgekomen dan werd verwacht en stegen de uurlonen ook sterker dan waar analisten op rekenden. Dit zijn positieve factoren voor de economische groei. De consumentenbestedingen zijn immers goed voor zo'n 70% van het bruto binnenlandse product van de VS.

---

## Stemming Brexit

---

Het Britse parlement stemt op 15 januari over het Brexit-voorstel van premier Theresa May. De stemming was in december uitgesteld, omdat May eerst meer steun wilde verzamelen voor haar plan. Als de brexit-deal van de Britse premier May wordt weggestemd moet ze het Lagerhuis binnen drie zittingsdagen een nieuw akkoord voorleggen. Dat eist een meerderheid in het parlement. De stap is een belangrijke tegenslag voor de Britse regering, die erop rekende dat er 21 dagen zouden zijn om een alternatief brexit-plan op te stellen als Mays deal wordt weggestemd.

Omdat de weerstand tegen de deal nu al groot is onder de parlementsleden, ook van haar eigen partij, wordt verwacht dat May die stemming verliest. De Britse regering houdt eraan vast dat de brexit eind maart een feit moet zijn.

De voorstanders van de snelle presentatie van een alternatief plan willen voorkomen dat de regering stemmingen over de brexit te lang uitstelt. Daardoor zou er te weinig tijd zijn voor het Lagerhuis om het proces bij te sturen. Het wordt opnieuw gezien als een pijnlijke nederlaag voor May. Het parlement legt haar en haar tijdsschema zo veel druk op.

Vrijdag is geen zittingsdag, dus May heeft na de stemming van komende dinsdag alleen nog woensdag, donderdag en maandag om een alternatief aan te dragen als haar akkoord het niet haalt.



Het amendement waarin wordt geëist dat May al binnen drie dagen met een nieuw brexit-akkoord komt, is afkomstig van Mays partijgenoot Dominic Grieve. Het amendement haalde het met 308 stemmen tegen 297. Dat wil dus zeggen dat opnieuw een groot deel van Mays Conservatieve partij tegen de regering stemde, waardoor de druk op May verder wordt opgevoerd.

Dat er al over het amendement gestemd mocht worden, wordt gezien als een historische stap. Parlementsvoorzitter Bercow zou door zijn adviseurs zijn aangeraden om de eis niet in stemming te brengen, omdat onduidelijk was of het wel volgens de regels van het parlement was. Dat hij dat advies naast zich heeft neergelegd is in strijd met de strikte gewoontes in het parlement. In de Britse pers wordt dit uitgelegd als het moment waarop de 'speaker' zijn stempel drukt op dit proces. Dit heeft niets meer te maken met een onpartijdige 'scheidsrechter', wat hij moet zijn als parlementsvoorzitter.

Het geeft aan dat het flink rommelt binnen de Britse regering en dat er duidelijk wordt aangestuurd op een snelle uitkomst rondom de slepende Brexit kwestie. We gaan ervan uit dat de stemming negatief uitpakt voor May en dat de Brexit-deal afketst. Voor de markt zal dit in onze ogen geen schokkend nieuws zijn. Met het afketsen van de deal blijft de mogelijkheid zelfs open staan dat de Brexit in zijn geheel niet doorgaat. En dit kan zelfs als positief gezien worden.

---

## Conclusie

---

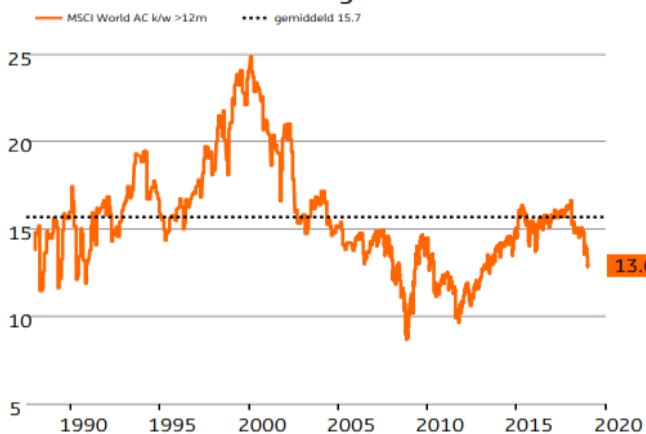
Het beleggingsjaar 2018 is niet mooi te noemen en de onzekerheden zijn vooral in de laatste twee maanden van het jaar toegenomen. Dit heeft ervoor gezorgd dat we binnen de portefeuilles voorzigtiger zijn gaan



opereren. Gezien de aanhoudende marktnervositeit dringt zich de vraag op of risico's verder afgebouwd dienen te worden. Zou het verstandig zijn om bijvoorbeeld het aandelenbelang verder af te bouwen, zij het al dan niet omkleedt met een vorm van garantie? Wij denken op dit moment van niet om een aantal redenen:

- Beurzen zijn de laatste maanden wel heel snel en fors gedaald. Op basis van de fundamentele economische factoren lijkt ons dit te veel van het goede geweest en staat dit niet in verhouding. Van een recessie is absoluut geen sprake. Daarnaast verwachten we dat China verdere maatregelen zal nemen om de groei aan te jagen, dit ook in het verlengde van de huidige handelsoorlog met de VS.
- Een lagere economische groei wordt wereldwijd verwacht en bedrijfsanalisten hebben hun winstverwachtingen hierop aangepast. Vooral in Europa, de groeilanden en Japan. Echter, na deze aanpassingen gaan zij voor 2019 nog steeds uit van ongeveer 10% gemiddelde winstgroei in de VS, Europa en groeilanden. Dat is dus degelijk.
- Door de afgelopen beurscorrectie is de prijs van aandelen tegenover de bijgestelde winstverwachtingen naar lagere niveaus teruggevallen. In de VS ligt deze zogenaamde koers/winstverhouding momenteel rond de 14,5. In Europa en Azië is dat respectievelijk 12,5 en 11,5. Niet al te hoog afgezet tegen het langjarig wereldwijd gemiddelde (MSCI World) dat schommelt in de zone 15 à 16.

Koers-winstverhouding



- De Federal Reserve heeft een belangrijke boodschap gebracht aan de financiële markten. Het is logisch dat de centrale bankiers de intentie hebben de beleidsrente geleidelijk te blijven optrekken. De Amerikaanse economie draait immers volop en de inflatie bevindt zich dicht tegen het gewenste niveau van 2%. Maar daarnaast hebben ze toch hun verwachte aantal

renteverschillen voor 2019 teruggeschroefd. Van drie naar twee. Dit moet gezien worden als een signaal dat de Fed niet geheel ongevoelig is voor nieuwe economische data en/of het verloop van financiële markten. Dit verkleint duidelijk de kans dat ze haar renteverhogingen blijft doorvoeren, mochten nieuwe cijfers gaan tegenvallen.

- In de eurozone is van een hogere beleidsrente al helemaal geen sprake de komende maanden. Het zou best weleens kunnen dat de ECB pas in 2020 haar eerste renteverhoging doorvoert. Een aanhoudend klimaat van lage rente dus. Vergelijk dat met bijvoorbeeld een dividend van 3% dat haalbaar is bij Europese waarde aandelen.
- Veel beleggers houden méér dan gemiddeld cash aan. Het lijkt erop dat deze cash beschikbaar is om weer te gaan beleggen zodra de onzekerheid in de markt is afgenomen en het vertrouwen terugkeert. Veel verkoopdruk lijkt hiermee al achter de rug te liggen.

Kijken we naar de risico's dan is het grootste risico voor de financiële markten dat door een verdere aanwakking van de handelsoorlog de lagere koersen en de recente herwaardering (onder andere de lagere koers-winstverhoudingen van aandelen) er een verdergaand negatief vertrouwenseffect ontstaat die in de 'echte' economie doorwerkt. Hierbij zouden de consumentenbestedingen en bedrijfsinvesteringen verder dan verwacht kunnen terugvallen, waardoor de groei van de economie dus meer onder druk kan komen. Daarentegen kunnen positieve ontwikkelingen, bijvoorbeeld wat betreft een afzwakking van de handelsoorlog en de brexit of een minder verkrappend beleid van centrale banken juist voor een opleving zorgen.

Hier zien we vooral dat de meest recente ontwikkelingen toch positief te noemen zijn. De onlangs gehouden handelsbesprekingen tussen de VS en China lijken toch, ten minste als we de tweets van president Trump mogen geloven, positief te zijn verlopen. De positieve bewegingen in de financiële markten van afgelopen week bevestigen dit beeld.

Samengevat zijn er dus genoeg redenen om vast te houden aan onze huidige assetwegingen, zonder dat we onze ogen sluiten voor de risico's. Maar gegeven dat in de VS de beurscorrectie ook fors is geweest, in verhouding tot de fundamentele factoren, kijken we met name ook naar Amerikaanse aandelen (via beleggingsfondsen) om een herstelbeweging binnen de portefeuille op gang te brengen. Belangrijk daarbij is dat de dollar sterk blijft liggen ten opzichte van de euro.

Overzicht asset allocaties en marktprestaties

Asset	Weging
Aandelen	Neutraal
Obligaties	Onderwogen
Vastgoed	Neutraal
Grondstoffen	Licht onderwogen

Regio	Weging
Europa	Neutraal
Noord-Amerika	Licht overwogen
Japan	Zwaar onderwogen
Pacific (exclusief Japan)	Neutraal
Emerging Markets	Neutraal

Categorie	Weging
Staatsobligaties	Zwaar onderwogen
Bedrijfsobligaties	Neutraal
High Yield obligaties	Neutraal
Emerging Markets	Onderwogen

Benchmark	30-nov-18	31-dec-18	Performance periode	Performance 2018
MSCI World (USD)	2.041,36	1.883,90	-7,71%	-10,44%
AEX (Ned)	519,37	487,88	-6,06%	-10,41%
DAX (Dui)	11.257,24	10.558,96	-6,20%	-18,26%
Euro Stoxx 50 (Eur)	3.173,13	2.944,55	-7,20%	-15,97%
Dow Jones Ind (VS)	25.512,40	23.327,46	-8,56%	-5,63%
S&P 500 (VS)	2.756,47	2.506,85	-9,06%	-6,24%
Nasdaq (VS)	7.330,50	6.635,28	-9,48%	-3,88%
Nikkei 225 (Jap)	22.351,06	20.014,77	-10,45%	-12,08%
Hang Seng (Hong K)	26.554,10	25.608,60	-3,56%	-14,38%
MSCI Emerging (Opk. L.)	994,72	950,07	-4,49%	-17,99%
Think Global Real Estate	37,85	35,1	-7,27%	-4,41%
iShares Barclays Corporate Bonds	127,4	127,72	0,25%	-2,47%
iShares High Yield Corporate Bonds	81,96	81,1	-1,05%	-3,84%
iShares EUR Gov.Bnd 5-7	154,41	155,95	1,00%	0,15%
iShares EUR Gov.Bnd 7-10	208,98	210,83	0,89%	0,37%
JPM Em.Mkt.Bnd ETF	103,69	103,55	-0,14%	-10,81%
Brentolie	58,71	52,2	-11,09%	-21,47%
Goud	1.222,40	1.282,61	4,93%	-1,55%
Eur/USD	1,1343	1,1461	1,04%	-4,46%
3-maands Euribor rente tarief	-0,312%	-0,318%		

**Disclaimer :** Ondanks dat de informatie in dit maandbericht is samengesteld met de grootst mogelijke zorgvuldigheid, kunnen er geen rechten aan ontleend worden. Veel van de opgenomen informatie draagt het karakter van een opinie van de samensteller. De geraadpleegde bronnen worden door de samensteller als betrouwbaar beschouwd.