

# OVERZICHT VAN HET VOORBIJE JAAR EN VOORUITZICHTEN VOOR 2019

2 januari 2019 / Geschreven door >> Florian D'AGOSTINI - Dominique MARCHESE - Jean Philippe VANDERBORGHT, Analysts & Fund Managers

---

## TERUGBLIK OP 2018

---

Hoe het jaaroverzicht beginnen zonder onmiddellijk vermelding te maken van de handelsoorlog die de zenuwen van de beleggers ten zeerste op de proef heeft gesteld? Dit hanengevecht tussen de VS en China escaleerde zodanig dat meerdere activaklassen hard werden getroffen. Jammergenoeg hebben ook andere bijzonder netelige onderwerpen op economisch, politiek en geopolitiek vlak verhinderd het vertrouwen van de beleggers te herstellen.

Op het vlak van de wereldeconomie hadden we begin 2018 vooral melding gemaakt van een globaal herwonnen economische dynamiek. In 2018 is het wereldwijde BBP in volume inderdaad met 3,7% toegenomen, wat licht hoger uitvalt dan 2017 (+3,6%). Toch is het hier belangrijk te onderlijnen dat er een belangrijk verschil is qua groeidynamiek met het vorig kalenderjaar. In de VS blijft de economie immers op hoog toerental draaien (+2,9%) en is de arbeidsmarkt in goede doen. In Europa ziet het plaatje er anders uit gezien de activiteitsindicatoren, te beginnen met de vertrouwenspeilingen in de verwerkende nijverheid, steeds verder afkalfden. Het mag dan ook niet verbazen dat de groeiverwachtingen van de eurozone daalden van 2,4% naar 1,9% tussen maart en december. Aan de andere kant van de wereld hebben ook de groeiemarkten geleden, met als voorbeeld China dat gevangen zit tussen de plafonnering van haar binnenlandse consumptie en de dreiging van de handelsoorlog. Wat te zeggen van bepaalde Latijns-Amerikaanse landen of van Turkije die hun munten in de loop van het jaar zagen kelderen, wat het debat aangaande hun economische stabiliteit op middellange termijn opnieuw deed opflakkeren.

In die wankelende omgeving probeerden de centrale banken zo goed als mogelijk de normalisatie van hun monetaire politiek te beheren. Geleidelijk aan trekt de Fed haar beleidsrente verder op (nu tussen 2,25% en 2,50%), zelfs al heeft de vrees voor een snellere monetaire verkrapping de financiële markten nu en dan van streek gebracht. In Europa heeft Mario Draghi het einde van het aankoopprogramma aangekondigd, wat een eerste stap is van zijn exitstrategie. Hoe dan ook is de aanwezigheid van de ECB op de obligatiemarkt niet volledig voorbij: de effecten op de balans die op vervaldag komen, zullen immers stelselmatig worden herbelegd. Europa blijft dan ook gevangen zitten in een ultra soepele monetaire politiek die ze structureel nodig lijkt te hebben.

Op de aandelenmarkten was 2018 een uiterst moeilijk jaar voor alle geografische zones gezien geen enkele belangrijke index erin geslaagd is het jaar positief af te sluiten (in lokale munt). Zelfs de technologiewaarden, erg in trek gedurende de eerste jaarhelft, kregen het zwaar te verduren in het tweede semester. Ze zaten zowaar gevangen tussen de schandalen omtrent datadiefstal (sociale netwerken) en de verlaging van de winstverwachtingen voor bepaalde mastodonten (Amazon, Alphabet). Het is dan ook op sectorvlak dat de ontgoochelingen het grootst zijn, te beginnen bij de autosector die geleden heeft onder de vrees omtrent de economische cyclus, de handelsoorlog maar ook onder de nieuwe uitstootnormen. Wat te zeggen van de bedrijven, gespecialiseerd in halfgeleiders, die onder druk kwamen door de daling van de vraag en door een overcapaciteit in de geheugenchips. Wat de oliesector betreft, heeft de olieprijs genoten van een mooie stijging tot de maand oktober om daarna bruusk terug te vallen onder invloed van een globaal aanbodoverschot maar eveneens door de vrees voor een vertraging van de vraag. De OPEC vergadering van november heeft die vrees maar kort getemperd gezien de Amerikaanse schalie olie op het vuur gooide. De balans van het jaar, in cijfers uitgedrukt, ziet er uiteindelijk als volgt uit: Europa eindigt dieprood (Eurostoxx 50: -14,34%) alsook de groeiemarkten (MSCI Emerging Markets: -16,64% in USD), allebei het slachtoffer van de volatiliteit aangaande de handelsoorlog. In functie van een meer uitgesproken sectorweging of van een hogere correlatie met de economische cyclus, is de rekening nog meer gepeperd voor bepaalde indexen (DAX: -18,26%). In het algemeen heeft Europa ook het gelag betaald van een oprukkend populisme (cf. Italië, Frankrijk, Brexit) et een schrijnend gebrek aan eensgezindheid. Twee symbolen hiervan: Emmanuel Macron en Angela Merkel, die de voortrekkers hadden moeten zijn van Europa 2.0, ontbraken nog nooit zo aan geloofwaardigheid in eigen land.

Op de obligatiemarkt was het moeilijk een bevredigend rendement te vinden, zelfs als de staatsschuld per eind 2018 uiteindelijk opnieuw de kop boven water stak dankzij de toenemende risico aversie (+0,86% in de VS en +0,98% in Europa). Het rendement van de 10-jarige Treasury obligatie bereikte in de loop van het jaar een piek van 3,25% om per eind 2018 terug te vallen tot 2,68%. In tegenstelling tot de verwachtingen flirtte haar Duitse tegenhanger, de Bund, met een dieptepunt van 0,24%. De bedrijfsobligaties hielden lang stand dankzij de zeldzaamheid van

nieuwe uitgiftes maar tegen het jaareinde deden de spanningen op de beurzen ook dit segment in negatief terrein belanden. Alleen de “US Senior Loans” redden hun vel dankzij de monetaire normalisatie van de Fed.

## VOORUITBLIK OP 2019

De wereldwijde macro-economische context lijkt vandaag heel wat ingewikkelder dan een jaar geleden door de grotere geografische verschillen en door de verwachte conjunctuurvertraging van de Amerikaanse groeimotor. Anderzijds blijven de diverse politieke problemen, die in 2018 de kop opstaken, grotendeels onopgelost en wegen dan ook op het vertrouwen.

Toch delen wij de vrees voor een brutale groeivertraging niet, laat staan een nakende recessie in 2019. Er is immers geen sprake van oververhitting noch van aanzienlijke onevenwichten, wat normaal gezien historisch aan de bron ligt van een cyclische ommekeer. De groei van de wereldeconomie zou inderdaad wel enigszins moeten afzwakken. Als redenen vermelden we de recente verstrakking op monetair vlak, de minder ruime fiscale steun in de VS en een natuurlijke tendens na een cyclus die weldra haar 10e verjaardag viert ( bepaalde grote economieën botsen immers op hun limieten inzake productiecapaciteit). Toch zou de economische activiteit op een bevredigend groeipad (net boven kruissnelheid) moeten blijven dankzij de nog altijd sterke fundamenten op de arbeidsmarkt, de fiscale stimuli in Europa en China alsook de recente daling van de olieprijs. Wat de inflatie betreft, is de onderliggende tendens een bescheiden stijging gezien de verdere economische groei en de impact van de lage werkloosheid op de lonen (= looninflatie). Een dergelijke evolutie heeft echter niks alarmerends want het niveau van de inflatie in de VS is momenteel nog altijd beperkt en zelfs behoorlijk zwak in de Eurozone.

In 2019 verwachten we dat **monetaire** politiek op wereldschaal slechts beperkt convergeert. De Fed die al het verst staat in haar normalisatieproces, bereikt langzamerhand een neutraal niveau en kan het zich dan ook permitteren zich flexibeler op te stellen. Het ritme van één renteverhoging per trimester kan dus met de helft vertragen en in functie van de omstandigheden kunnen zelfs enkele pauzes worden ingelast. In Europa hebben enerzijds bepaalde landen (Noorwegen, Zweden) al recent hun verstrakkend beleid ingeleid maar heeft de ECB zich anderzijds beperkt tot het stopzetten van het obligatieaankoopprogramma per eind 2018. Ze heeft immers af te rekenen met een zwakke inflatie en met een groter dan verwachte terugval van het economisch dynamisme. Daarom zal ze waarschijnlijk geduld oefenen en een stabilisatie afwachten alvorens over te gaan tot een eerste renteverhoging in de tweede jaarhelft van 2019. De Bank van Japan is dan ook de enige die de grootte van haar balans verder opdrijft.

In die context blijven we voorzichtig inzake **staatsobligaties** alsook inzake activa met lange looptijden in het algemeen, alhoewel ze de

**Op het vlak van de wisselkoersen** werd 2018 gekenmerkt door een stijgende dollar die niet alleen genoot van zijn status als vluchtmunt maar ook van de toch wel sterke economie. De munten van de groeielanden waren daarentegen de pineut van de monetaire verstrakking in de VS, alsook van een aantal specifieke evenementen (Turkije, Argentinië, Brazilië,...).

voorbije weken hun rol als vluchthaven opnieuw hebben opgenomen. Gelijklopend daarmee zijn de waarderingen opnieuw heel duur geworden terwijl ook het evenwicht tussen vraag en aanbod slechter wordt (financiering van de Amerikaanse begrotingsstimulus, samengestelde balans van de G4 centrale banken voortaan in afbouwmodus). De verwachte bescheiden stijging van de rendementen in 2019 zou ertoe moeten leiden dat dit segment van de staatsschuld minder goed presteert dan cash. **Bedrijfsobligaties** hebben per eind 2018 ten zeerste geleden onder de uitgesproken risicoaversie. Dit segment dat gevoelig is aan de volatiliteit van de lange rente en van de aandelen, bevindt zich in een fundamenteel complexere context door de Amerikaanse groeivertraging, het einde van de obligatieaankopen door de ECB en de concurrentiëlere positie van cash in de VS. Toch dient vermeld te worden dat het opgelopen renteverskil de waarderingen nu aantrekkelijker maakt terwijl het falings- en herfinancieringsrisico nog altijd beperkt blijft. Bedrijfsobligaties zouden dus een bescheiden positieve prestatie moeten neerzetten, wat niet belet dat voldoende aandacht moet uitgaan naar de selectie en diversificatie van de effecten.

Op de **wisselmarkt** zou 2019 een ommekeer kunnen inluiden voor de Euro/USD indien een mildere macro-economische scenario zich inderdaad voltrekt. De volgende elementen zouden de Euro/USD moeten doen stijgen naar een koers van 1.20: het einde van de Amerikaanse sterkere cyclus in vergelijking met andere regio's en de op lange termijn structureel gunstige fundamenten van de euro (de waardering en de betalingsbalans). We zijn dan ook van plan onze USD weging in de loop van 2019 af te bouwen. Op korte termijn echter komt de bescherming die de USD biedt tegen politieke risico's en andere macro-economische en financiële onzekerheden, ons goed uit.

Het jaar 2019 dient zich aan als onzeker voor risicovolle activa. De vrees omtrent een wereldwijde groeivertraging en verscheidene geopolitieke thema's zoals de Brexit, de handelsspanningen en de opkomst van het populisme zullen de nervositeit blijven voeden. De volatiliteit, terug van weggeweest in 2018, zal hoogstwaarschijnlijk van de partij blijven. Toch zijn er voldoende elementen aanwezig die de aandelen zouden moeten ondersteunen. De huidige waardering van de indexen is slechts te rechtvaardigen in een recessiescenario, wat we niet weerhouden in deze fase van de cyclus. De waardering van de groeimarkten lijkt ons aantrekkelijk; we zien er trouwens al een zekere stabilisatie. Dat belet niet dat China zorgen blijft oproepen en dat we van dichtbij Peking's monetaire en budgettaire stimuleringsmaatregelen zullen opvolgen. De Europese aandelen lijden onder een aanzienlijke discount (dividendrendement van bijna 4%) die slechts kan afnemen

indien de politieke risico's verminderen. Toch vergeten de internationale beleggers de aanzienlijke blootstelling van de belangrijkste beursgenoteerde Europese bedrijven aan de wereldeconomie. Dankzij een sterke stijging van de winsten (+20%), ondersteund door de fiscale hervormingen en alsook dankzij de recente correctie van de indexen, is de waardering van de Amerikaanse aandelen momenteel in lijn met haar

lange termijngemiddelde. De rente-evolutie lijkt de Amerikaanse beurs niet meer van stuk te zullen brengen. Bij de gunstige factoren voor de risicovolle activa, vermelden we de sterke daling van de olieprijs die koopkracht vrijmaakt in de olie-importerende landen, met name in Europa, China, Indië en Japan.

---

## DISCLAIMER

De informatie wordt enkel ter indicatie aangeleverd en mag noch geheel noch gedeeltelijk worden gereproduceerd of verspreid aan derden zonder het voorafgaand akkoord van Pure Capital S.A. (hierna « Pure Capital »). De inhoud van dit document mag niet worden beschouwd als beleggingsadvies en is bedoeld voor promotionele doeleinden. In het verleden behaalde rendementen zijn geen betrouwbare indicator voor toekomstige rendementen. Rendement kan over de tijd schommelen. De netto-inventariswaarde van de portefeuille is afhankelijk van de marktontwikkelingen. Beleggingen zijn dus onderworpen aan schommelingen van de markten en de belegger loopt het risico dat hij een bedrag terugkrijgt dat lager is dan het bedrag dat hij heeft belegd. Een jaarlijks bewaarloon, of custody fees, kan worden genomen door uw bewaarnemingsbank. Ze variëren van de ene instelling naar de andere. Om ze te leren kennen, gelieve contact op te nemen met uw account manager.

De inhoud van dit document werd niet nagekeken door een onafhankelijke bron. Pure Capital behoudt zich het recht op ieder moment de gegevens in dit document zonder voorafgaande mededeling te wijzigen. Ook moet er nota van worden genomen dat de meningen, verwachtingen en de waarderingen uitgedrukt in dit document enkel die van Pure Capital vertegenwoordigen op dit moment, dat ze niet mogen worden geïnterpreteerd als absolute rapportering; die kunnen worden gewijzigd zonder mededeling. De blootstellingen, de wegingen in de portefeuille alsook de beleggingen kunnen naar de toekomst toe veranderen als antwoord op gewijzigde marktomstandigheden en dit naar goeddunken van Pure Capital. Geen enkele garantie wordt gegeven omtrent de beleggingsresultaten.