

OVERZICHT VAN HET VOORBIJE JAAR & VOORUITZICHTEN VOOR 2020

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

TERUGBLIK OP 2019

Bij het begin van de jaren 2000, dus net na de internetcrisis, waren de mondialisering en de wereldhandel de hoekstenen van het 2.0 tijdperk dat ons de hand reikte. In die tijd was Donald Trump slechts een zakenman -zoals vele andere trouwens- die zijn vastgoedimperium beheerde zonder noemenswaardige invloed op de financiële wereld. De wereldorde is niet meer dezelfde sinds zijn verkiezing tot president van de VS in 2016: het binnenlands belang komt opnieuw op de eerste plaats en niet langer de ideologie van de nieuwe wereld. Wat geldt voor de VS is ook het geval voor andere economieën waar het volk in opstand komt tegen de mondialisering (Chili, Argentinië, Hong Kong, Frankrijk, Duitsland, Italië, Spanje, enz.).

Toch waren net als in 2018 alle ogen gericht op Donald Trump waarbij we oneindig kunnen uitwiden over de impact van de handelsoorlog op de wereldeconomie. Ontegensprekelijk zijn de financiële markten de voorbije twee jaar in de ban van dit onderwerp. Gelukkig sloot 2019 op een betere noot af dan 2018. Terwijl dreigementen en sancties 2018 kenmerkten, namen de spanningen tussen Xi Jinping en Donald Trump het voorbije jaar af. Met onderhandelingen die de goede richting uitgingen (behalve de zaak Huawei), traketeerden de twee hoofdrolspelers ons tegen het jaareinde met een fase 1 handelsakkoord.

Dat goede nieuws, in combinatie met de vooruitgang in het Brexitdossier door de verkiezingsoverwinning van Boris Johnson, was de mooie afsluiter van een geslaagd 2019.

In die positieve omgeving -alhoewel zo onvoorspelbaar- is er niettemin collaterale schade op de economische indicatoren waarneembaar. Terwijl het volume van de wereldhandel (op jaarbasis) het traagst groeit sinds 2008 is er een reële besmetting van bepaalde segmenten van de economie. Vooral de verwerkende nijverheid heeft het moeilijk en zit wereldwijd in krimpmodus. Dat staat trouwens in schril contrast met de dienstensector die maandenlang de steunpilaar bleef van de economische activiteit. De voorlopende indicatoren - die zich sterk houden- lijken erop te duiden dat het dieptepunt achter ons ligt; hier maken we natuurlijk abstractie van een exogene factor die roet in het eten komt gooien.

Globaal gezien is de **groei**vertraging van de wereldeconomie groter dan verwacht werd per begin 2019. Dat geldt voor alle geografische

zones, waarbij de Eurozone het meest getroffen is. Toch blijft de wereldwijde BBP groei in volume dynamisch genoeg met een stijging van +3,1%. China (+6,1%) en de VS (+2,3%) blijven daarbij de voortrekkers. De arbeidsmarkt blijft het uitstekend doen, vooral in de VS waar de werkloosheidsgraad historisch laag is.

Aan de kant van de **inflatie** doken toch enkele donkere wolken op (met name onder invloed van de lagere energieprijzen in vergelijking met het voorgaande jaar), wat de centrale banken ertoe aanzette hun soepel beleid te hervatten. Terwijl de Amerikaanse Federal Reserve haar beleidsrente met 75 bps knipte sedert begin 2019, kondigde de ECB een nieuw obligatieinkoopprogramma aan, alsook een bijkomende verlaging van de depositorente en nieuwe modaliteiten inzake de financieringsoperaties. Wat een aantal jaren geleden werd voorgesteld als onconventionele maatregelen, lijkt nu eerder de norm te worden voor de centrale banken.

De financiële markten presteerden in deze omgeving bijzonder goed met een stijging van +28,44% voor de MSCI World in 2019. De VS deden het opnieuw het best (+31,48%), ondersteund door de technologieaandelen. Voor de groeiemarkten was er niet alleen een minder grote stijging maar vooral ook een duidelijk contrast in prestatie tussen de belangrijkste Chinese beurskapitalisaties (Tencent +19,95%) en de perikelen in Latijns-Amerika (Argentinië).

Op sectorniveau zijn er soms behoorlijk grote verschillen in prestatie. Bepaalde aandelen die in 2018 flink waren afgestraft, veerden in 2019 sterk op. Dat wordt geïllustreerd bij de halfgeleiders: ASM International (+184,50%), Applied Materials (+89,88%), Lam Research (+119,31%), STMicroelectronics (+94,45%). Ook onder de technologieaandelen vermelden we Apple (+88,97%) dat een sterk parcours blijft rijden niettegenstaande de groep in volle transformatie is, met name om minder afhankelijk te worden van de iPhone verkoop. De Amerikaanse « blue chips » zitten nog steeds in de lift naar het voorbeeld van Visa, Mastercard, Microsoft of ook Accenture. In andere segmenten zoals de luchtvaart hebben de problemen omtrent de Boeing 737 MAX hun sporen nagelaten op meerdere toeleveranciers die een vertrouwenscrisis ondergaan.

In Europa veerde het segment van de « small & mid caps » op na te hebben geleden onder een irrationele afkalm in 2018. Van een

waarderingpremies van dit segment tegenover de « large caps » is nu helemaal geen sprake meer. Op het gebied van de grote beurskapitalisaties, met name de value aandelen, hebben bepaalde autoaandelen eindelijk het herstel ingezet (Daimler +14,92%, Michelin +30,23%). Andere segmenten, die trouwens al jaren in de lift zitten, koersten verder hoger op naar het voorbeeld van de luxesector. Niettegenstaande de rellen in Hong Kong, blijven LVMH, Kering en hun sectorgenoten een onvermoeibare groei vertonen in Azië en meer specifiek in China.

Op de **obligatiemarkt** werd het jaar vooral gekenmerkt door een duidelijke afkalm van de lange rente: de 10-jarige Bund nestelt zich daarbij voor lange tijd in negatief terrein (-0,19% per eind 2019). In de VS bereikte de rente van de 10-jarige Treasury eveneens een dieptepunt van 1,46% (1,92% per eind 2019). Die daling van de lange rente, beïnvloed door de monetaire politiek en de heersende onzekerheden, heeft ertoe bijgedragen dat de segmenten met langere looptijd sterk presteerden.

VOORUITZICHTEN VOOR 2020

De wereldwijde macro-economische omgeving vertoont enkele geruststellende tekenen van herstel. Niettegenstaande deze groeicyclus al een historisch record bereikt heeft inzake levensduur, lijkt een vervolg haalbaar dankzij een lichte versnelling van de **groei**. Dat belet niet dat de politieke onzekerheden niet van vandaag op morgen zullen verdwijnen, eerder integendeel gezien de Amerikaanse presidentsverkiezingen er in november aankomen. Toch suggereert de recente gunstige evolutie inzake de Brexit en het handelsconflict tenminste een adempauze voor de komende maanden. Bovendien krijgt de economie fundamenteel steun van een gunstige monetaire en fiscale politiek, aantrekkelijke financiële voorwaarden en een stevige consumptie bij de gezinnen. Een terugkeer naar een sterke economische groei lijkt echter moeilijk haalbaar gezien bepaalde grote economieën op hun limieten botsen inzake productiecapaciteit en gezien China een structurele groeivertraging kent. Wat wel haalbaar lijkt, is een beperkt herstel net boven de trendgroei. Dat kan ertoe bijdragen dat de arbeidsmarkt sterk blijft.

De **inflatie** blijft opvallend laag voor deze fase van de cyclus; de de-escalatie inzake Amerikaanse douanetarieven neemt daarbij een van de belangrijkste stijgingsrisico's weg. De lage werkloosheidsgraad zou in principe een lichte opwaartse druk op de lonen kunnen uitoefenen maar de link tussen loon -en prijsstijgingen lijkt bijzonder zwak in deze expansiefase. We gaan voor 2020 dan ook uit van een beperkte stijging van de onderliggende inflatie naar een nog altijd aanvaardbaar niveau.

De belangrijkste **centrale banken** blijven dit jaar hoogstwaarschijnlijk in status quo modus. De Fed die in 2019 tot drie maal toe heeft geknipt in haar beleidsrente, zal haar monetair beleid hoogstwaarschijnlijk niet verder normaliseren nu de onzekerheden afnemen en de cyclische sectoren herstellen. Dat belet Jerome Powell en zijn collega's niet voorzichtig te blijven gezien de zwakke gerealiseerde én verwachte inflatiecijfers. Terugkeren naar een strakker monetair beleid lijkt dan ook niet aan de orde. In Europa heeft Christine Lagarde de teugels van de ECB overgenomen en erft ze daarbij een

De obligaties met hogere beta en dus risicovoller, naar voorbeeld van de hybride en de high yield obligaties hebben echter ook mooie cijfers voorgelegd.

Aan de kant van de **wisselkoersen** tenslotte, zit het GBP (+6,32%) duidelijk bij de winnaars van 2019 dankzij het goede nieuws op het Brexitfront. De USD - in 2018 als veilige haven beschouwd in een zeer volatiele omgeving- zette zijn klim voort met een winst van +2,26% tegenover de Euro. De JPY en de CHF zitten op dezelfde lijn en vaarden wel bij de handelsperikelen van het voorbije jaar. Om af te sluiten nog een woordje over de goudprijs die wekenlang vlot hoger koerste om USD 1.552 per ons te bereiken. Die stijgende goudprijs, vaak gelinkt aan angst op de markten, lijkt er eerder het resultaat van te zijn dat landen die momenteel op gespannen voet met de VS leven hun economie minder dollarafhankelijk willen maken (cf. China, Turkije enz.). We kunnen inderdaad stellen dat de historische dogma's op wereldschaal wel degelijk in volle verandering zijn...

zwakke economie en een uiterst lage inflatie. De algemene conjunctuurverbetering zou echter moeten volstaan om geen bijkomende initiatieven te moeten nemen na de resem maatregelen van september laatstleden. Het huidige monetair beleid blijft toch extreem soepel met een depositorente vastgepind op -0,50% en de aankoop van activa ter hoogte van EUR 20 mia per maand.

Na de mooie rit van 2019 is het **staatspapier** weinig aantrekkelijk geprijsd. De lange rente zou dan ook wat hogerop kunnen klimmen rekening houdend met de cyclische heropleving, het wegebben van de extreme politieke risico's en de nog altijd hoge valorisaties. In een context van lage inflatie zal het stijgingspotentieel van de lange rente echter beperkt blijven gezien de centrale banken de korte rente stevig verankeren en zelf kwaliteitspapier opkopen. Toch maken we er attent op dat zelfs een beperkte rentestijging op het overheidspapier al kan leiden tot negatieve (of in het beste geval nul) prestaties en dus een slechtere prestatie oplevert dan cash. Wat het **bedrijfspapier** betreft, stond eind 2019 in schril contrast tot eind 2018. Na de paniekepisode per eind 2018 verminderden de risicopremies in 2019 fors niettegenstaande de conjunctuurverbetering en de wat mindere kwaliteit van de balansen. De macro-economische context voor 2020 is evenwel gunstig, net zoals de rol van de ECB als systematische opkoper van obligaties en de intense zoektocht van beleggers naar activa die nog een positief rendement geven. Globaal gezien zou het bedrijfspapier beter moeten presteren dan het staatspapier en bescheiden positieve rendementen opleveren. Dat belet niet dat er voldoende aandacht moet blijven inzake selectie en diversificatie.

Op de **wisselmarkt** heeft de USD de ommekeer van het rentebeleid goed verteerd. Dat was te danken aan de cyclische weerbaarheid van de Amerikaanse economie en eveneens aan de rol als vluchtmunt in periodes van onzekerheid. Indien de economie zoals verwacht verder herstelt, valt die ondersteunende factor voor de USD weg. Bijkomend zijn de structurele langetermijfundamenten gunstig voor de euro: we spreken hier meer in het bijzonder over de intrinsieke

waarderingsmaatstaven en de sterkte van de betalingsbalans. Alhoewel de negatieve rendementen in de Eurozone wel kunnen afschrikken op korte termijn, zijn we ervan overtuigd dat de Euro kan verstevigen tot een niveau van USD 1.15-1.20. In de loop van het jaar wensen we dan ook de USD blootstelling in onze portefeuilles verder af te bouwen van zodra de visibiliteit van het macro-economisch scenario verbeterd.

Voor het **aandelen** luik verwachten we dat de beurzen de komende maanden verder steun zullen blijven ondervinden van de drie motoren die per eind 2019 op gang kwamen. Immers, ze verwijderden het gevreesde recessiespoek voor geruime tijd.

Motor n°1 - *de uiterst gunstige context van lage intrestvoeten en de monetaire politiek van de belangrijkste centrale banken, mogelijk gemaakt door de zwakke inflatiecijfers:*

Zoals hierboven al vermeld, zullen de centrale banken aarzelen hun monetaire politiek te normaliseren met in het achterhoofd de aflsaching op de financiële markten per eind 2018;

Motor n°2 - *bestand in de handelsoorlog tussen Washington en Peking:*

De Amerikaanse presidentsverkiezingen van dit najaar zouden het Witte Huis moeten aanzetten tot meer voorzichtigheid in de handelsgesprekken;

Motor n°3 - *de cyclus van wereldwijde groeivertraging loopt ten einde (stabilisatie van de indicatoren van de industrie en de autosector, begrotingsstimulus, stabilisatie en zelfs heropleving in de groeimarkten):*

De dynamiek van de wereldwijde economische activiteit verbeterd.

Natuurlijk bieden niet alle beurzen hetzelfde potentieel na het spectaculaire herstel van 20 à 30% in 2019. De Amerikaanse beursindexen zijn eerder duur geprijsd met een koers/winstverhouding (op 12 maanden) van ongeveer 18X voor de S&P500 tegenover een historisch gemiddelde van 15X over de voorbije 10 jaar. Tijdens periodes van grote onzekerheid hebben de Amerikaanse activa regelmatig hun rol als veilige haven vervuld ten nadele van de buitenlandse activa. Wat

duidelijk in het voordeel speelt van de Amerikaanse beurzen zijn de fiscale hervormingen door Trump alsook de programma's waarbij eigen aandelen worden ingekocht. Het zijn vooral de groeiaandelen (technologie, consumptie, luxe) die volop genoten hebben van de actuariële impact van de dalende rente: ze presteren sinds de crisis van 2008 dan ook beduidend beter. Niettemin zijn er ook in andere geografische regio's opportuniteiten: in Europa kijken we vooral naar het segment van de kleine ondernemingen (daling van de politieke risicopremie gelinkt aan de Brexit en aan Italië) maar ook op de groeimarkten (met name in Azië) kan worden ingespeeld. Gezien de betere economische visibiliteit zijn er ook aantrekkelijke opportuniteiten te vinden in de zogenaamde "value" sectoren, zoals de banksector en de industriële meer cyclische sector. De algemeen lage volatiliteit is eveneens een belangrijke steunpilaar voor de beurzen: ze weerspiegelt immers een aanzienlijke vermindering van de nervositeit bij de beleggers.

Zelfs al kunnen we spreken van een beduidend betere visibiliteit, toch zijn niet alle onzekerheden van de baan. Volgende vragen en onderwerpen kunnen op lange termijn een beslissende invloed uitoefenen en het evenwicht van de financiële markten verstoren: de energietransitie (kosten voortspruitend uit de strijd tegen de klimaatopwarming), de steeds terugkerende geopolitieke spanningen (met name de strijd tussen de VS en China als wereldmacht), de toekomst van de Eurozone (de onontbeerlijke hervormingen om de duurzaamheid van de monetaire unie te garanderen) en tenslotte het in vraag stellen van de mondialisering en het kapitalisme door de populisten (onder druk van de populistische regeringen naar een linkse strekking, de werking van de arbeidsmarkt en het verdelen van de welvaart wordt in vraag gesteld, strijd tegen de onevenwichten inzake inkomen en vermogen). Zelfs al is het een delicate oefening de impact op de waardering van de activa correct in te schatten, toch kunnen we stellen dat tal van vermelde problemen de economische groei en winstgevendheid van de bedrijven op de lange termijn kunnen fruiken. Dat zet ons ook aan tot grote voorzichtigheid en nodigt ons uit gebruik te maken van de lage volatiliteit om de portefeuilles die het meest risicovol zijn te beschermen tegen extreme verliezen (indekkingsstrategieën via putopties op beursindexen).

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 goedgevoelen van Pure Capital. Geen enkele garantie wordt gegeven omtrent de beleggingsresultaten.