



JANUARI 2019

MAANDBERICHT

Geschreven door Dominique Marchese, Head of Equities & Fund Manager

ONZE VOORUITZICHTEN VOOR 2019

-  Een verbijsterende decembermaand
-  Het jaar 2019 in negen vragen
-  Conclusie

EEN VERBIJSTERENDE DECEMBERMAAND

Het jaar 2018 kende een uiterst somber jaareinde. De maand december zal dan ook de geschiedenis ingaan als één van de slechtste beursmaanden. De Dax index die de Duitse aandelen vertegenwoordigt, verliest in 2018 18% van zijn waarde (dividenden meegerekend). Als oorzaken halen we de autosector en de vertraging door de handelsoorlog aan. De Chinese beursindexen vallen meer dan 20% terug en ook de S&P500 index eindigt 2018 in het rood (-6% in lokale munt, dus in USD). Dat ondanks het -soms overdreven- enthousiasme van de beleggers voor de technologiewaarden gedurende de eerste jaarhelft alsook ondanks de meer dan 20% winstgroei van de beursgenoteerde bedrijven. Aan de overzijde van het Kanaal verliest de Footsie 12% in volle Brexitchaos. De meeste Europese- en groeimarktbeurzen verliezen tussen 10 en 15%. Indië vormt een uitzondering gezien de Nifty index 3% wint in lokale munt. Als laatste vermelden we Tokyo waar de Nikkei 225 12% terrein prijsgeeft in Yen. De laatste handelsdagen van het jaar werden gekenmerkt door zelden geziene bruuske bewegingen met verbijsterende intradayverschillen (vaak meer dan 2 à 3% in het geval van de Amerikaanse indexen).

Het voorbije beursjaar dat nochtans succesvol van start ging, kan op vele manieren worden omschreven: verwarrend, ontgoochelend, volatiel, verontrustend. Laat ons de herinnering bovenhalen aan begin januari 2018 waarbij het jaar uitstekend werd ingezet onder een gunstig gesternte. We kunnen daarbij aanhalen dat de wereldeconomie in volume met meer dan 4% groeide, dat de Amerikaanse economie sterk bleef, dat continentaal Europa genoot van een versnelde economische heropleving terwijl de politieke risico's naar de achtergrond leken te verschuiven (de verkiezing van Macron als president van Frankrijk was hoopgevend). Ook mogen we de toch wel aantrekkelijke vooruitzichten inzake resultaten van de beursgenoteerde bedrijven niet vergeten. Sommigen uitten gerechtvaardigde twijfels aangaande de duurtegraad van de Amerikaanse aandelen -vooral dan de groeiaandelen-. Eigenlijk sloeg die ongerustheid meer op het risico op een eventuele oververhitting in de VS dat dicht bij een volledige werkgelegenheidsgraad zit, op de inflatie en op de evolutie van de rente die de dynamiek van de stijgende beurs zou kunnen fnuiken. Halen we daarbij de herinnering op aan de negatieve marktreactie van een jaar geleden toen

statistieken verschenen die duiden op een zekere looninflatie. Helaas! Niets evolueerde zoals voorzien; de grote meerderheid van de activaklassen eindigt het jaar in het rood. De Amerikaanse indexen vielen flink terug in de herfst na voordien recordhoogtes te hebben bereikt dankzij de inkopen van eigen aandelen (door de fiscale hervorming besteedden de bedrijven hieraan USD 1000 Mia in de loop van het jaar) en dankzij de beleggingen van niet-residenten die vluchtten uit Europa en uit de groei landen. Wall Street denkt nu duidelijk anders over Donald Trump. Momenteel gaan de favoriete onderwerpen van de beleggers niet meer over het risico op oververhitting, noch over renteverhogingen maar over het vooruitzicht op een recessie, zelfs al blijft de vertraging van de economie momenteel eerder bescheiden. Alleen het inflatiethema is nog actueel gezien de context van volledige werkgelegenheid. De 40% daling van de olieprijs over het vierde trimester, wat het globale inflatiecijfer de komende maanden zal doen terugvallen, verontrust evenwel de beleggers die op zoek zijn naar tekenen van een wereldwijde groeivertraging.

De groei landen en Europa zijn in 2018 de grootste ontgoochelingen. De eerstgenoemde leden opnieuw onder hun te grote afhankelijkheid van internationale geldstromen die op hun beurt verstoord werden door de rentestijging in de VS. Beweerde men niet dat deze landen aantrekkelijk zijn voor de lange termijn gezien ze de groei van de wereldeconomie ondersteunen? Aan Europese zijde daarentegen, leden de risicovolle activa onder een chronische terughoudendheid van de beleggers aangaande de politieke strubbelingen in Italië (populistische coalitie), Frankrijk (einde van het Macronisme als hervormingsdoctrine), Duitsland (coalitie in staat van verlamming), en natuurlijk het VK (Brexit). De goedkope waardering van de Europese -en groei marktaandelen is er niet in geslaagd als katalysator te dienen voor hun beursprestatie. De Europese beursindexen zijn zowat het ganse jaar door afgegleden zonder echte schok of zonder neiging tot herstelbeweging (behalve tijdens de lentemaanden). De consolidatie heeft echter een bruuske versnelling gekend sedert het begin van de herfst. Waar blijven dan die Europese beleggers? De regelgevers van de financiële sector zouden zich eens serieus deze vraag mogen stellen.



HET JAAR 2019 IN NEGEN VRAGEN

We proberen vervolgens enkele fundamentele vragen te beantwoorden die vaak door onze cliënten worden gesteld.

1° Is dit een gewone beurscorrectie of het begin van een neergaande beurscyclus?

In tegenstelling tot wat bepaalde vakcollega's beweren, spreken we hier momenteel slechts over een gewone correctie. Ze weegt inderdaad wel zwaar door gezien bepaalde indexen sedert hun hoogtepunt (bereikt in de loop van 2018) met meer dan 20% afgekald zijn. De terugkeer van de volatiliteit, vooral merkbaar sedert de herfst, heeft heel wat beleggers verrast. Als we het over de VS hebben, merken we toch op dat er sedert het begin van de opgaande beurscyclus die begon in de lente van 2009 na de subprimecrisis, meerdere min of meer grote voorbijgaande beurscorrecties of tussentijdse consolidatiefasen hebben plaatsgevonden; de voorlaatste correctie strekte zich uit van de zomer van 2015 tot begin 2016 en veroorzaakte een tuimeling van om en bij de 15% wat de S&P500 betreft. In Europa veroorzaakte de eurocrisis een daling van 35% van de EuroStoxx50 tussen de lente en de herfst van 2011. Terzelfdertijd verloor de beurs van New York 20%. In de groeiemarkten zagen we een afkalking van 35% tussen de lente van 2015 en begin 2016 (Chinese groeivertraging, ineenstorting van de olie- en grondstofprijzen). Telkens werden die dalingen gevolgd door min of meer sterke stijgingen. Als we een breder kader in beschouwing nemen, met name de wereldwijde MSCI index (net total return, d.w.z. dividenden herbelegd) tijdens de tien jaren van stijgende beurzen, nemen we twee tussentijdse aanzienlijke beursdalingen waar: -22% in 2011 en -18% tussen de zomer van 2015 en begin 2016. De huidige consolidatie bedraagt -18% sinds oktober 2018 (uitgedrukt in USD). Momenteel duidt niets erop dat het om het begin van een neerwaartse beurscyclus gaat en dus om het einde van de stijgende beurscyclus. Deze vraag is natuurlijk fundamenteel: indien de huidige correctie inderdaad een neerwaartse cyclus inluidt, is het nog tijd om te verkopen. Het idee dat de huidige stijgende cyclus van de New Yorkse beurs - begonnen in maart 2009 - de langste uit de geschiedenis zou zijn, is het soort van informatie dat absoluut niets zegt over de fundamentele die de cyclus bepalen. De oorsprong van de laatste twee dalende markten (2001-2002 en 2008) was een financiële crisis van grote omvang (uiteenspatten van de internetzeepbel in het eerste geval en de immobiëncrisis in het tweede geval), wat tot een recessie heeft geleid.

2° Weerspiegelt de beursdaling correct de economische fundamentele?

Het antwoord is duidelijk negatief voor de meeste landen, behalve natuurlijk voor die landen die een grote crisis hebben gekend zoals Turkije en Argentinië. De economische fundamentele rechtvaardigen de huidige waarderingen niet (groei van de wereldeconomie > 3%); de markten houden geen rekening met de goede gezondheid van de bedrijven (overvloedige cashflows, schuldgraad onder controle). Enkel een sterke vertraging van de activiteit zou de waarderingen die de Europese - en groeimarktbeurzen nu hebben bereikt, kunnen rechtvaardigen. De Amerikaanse beurs is teruggevallen op haar lange termijnwaardering (koers/winst verhouding 2019 voor de S&P500 bedrijven bedraagt 14,3); toch kan ze schade ondervinden van een meer uitgesproken groeivertraging in de VS (onder haar kruissnelheid van 1,8%, wat overeenkomt met een volledige werkgelegenheidsgraad). We zijn echter van mening dat de correctie

overdreven is gezien de economische fundamentele gunstig blijven (stevige consumptie, schuldgraad van de bedrijven blijft redelijk, afwezigheid van een immobiënzeepbel, overdreven ongerustheid aangaande de auto- en studentenleningen die slechts 12% van het Amerikaanse BBP uitmaken).

3° Kan de crisis zelfvoedend worden?

Ondanks de tekenen van een wereldwijde groeivertraging, is er niks dat duidt op een brutale ineenstorting van de activiteit voor de nabije toekomst. Niettegenstaande moeten we van dichtbij de financiering van de privésector opvolgen. Het renteverval tussen de bedrijfsobligaties en de staatsobligaties dat historisch heel lage niveaus had bereikt (faillissementsgraad van de bedrijven uiterst beperkt, minieme risicopremies ten gevolge van de kwantitatieve versoepeling van de centrale banken), is sedert een paar maanden opwaarts gericht. Dat is vooral het geval voor de meest risicovolle segmenten (hoogrentende obligaties). De duurder wordende financieringskost is geen goed nieuws voor de bedrijven gezien dat de ongerustheid van de bedrijfsleiders aangaande de politieke onzekerheden en de handelsspanningen bijkomend vergroot. Investeringsprojecten kunnen daardoor uitgesteld of zelfs geschrapt worden. Toch is er momenteel geen enkele verslechtering van de faillissementsindicatoren die een dergelijke stijging van de obligatierendementen rechtvaardigt.

4° Is de daling van de beurs gelinkt aan de inkrimping van de beschikbare liquiditeit op wereldschaal?

De wereldwijde liquiditeit bedraagt ongeveer USD 25.000 mia, te vergelijken met de USD 85.000 mia van het wereldwijde BBP (voortgebrachte rijkdom op jaarbasis) en met de USD 250.000 mia aan privé- en staatsschulden. De stelling dat de centrale banken door hun kwantitatieve monetaire versoepeling de prijs van de financiële activa de voorbije jaren de hoogte hebben ingejaagd, wordt algemeen aanvaard. De voorraad wereldwijde liquiditeiten die deel uitmaken van de balans van de centrale banken en de wisselreserves - vooral die van de groeiemarkten en de olie- en gas exporterende landen -, krimpen maandelijks met USD 100 mia (waarvan de helft gelinkt is aan de politiek van de Amerikaanse centrale bank). Toch vormt die geleidelijke afbouw geen bedreiging voor de berg aan liquiditeiten die momenteel beschikbaar blijven (bron: Natixis). De Amerikaanse centrale bank is inderdaad begonnen aan een cyclus van monetaire verstrakking (afbouw van haar balans en verhoging van de rente); de Europese Centrale Bank begint vanaf januari 2019 eveneens met de afbouw van haar obligatieaankoopprogramma maar het optrekken van de rente wordt niet verwacht voor eind 2019. De belangrijkste centrale banken (China, Japan, Eurozone) hanteren evenwel nog altijd een eerder soepele monetaire politiek; de intrestvoeten in USD blijven in deze normalisatiefase nog altijd op een aanvaardbaar niveau. De financiële markten blijven dus ondersteund door de aanzienlijke extra voorraad aan liquiditeiten in vergelijking met de noden van de reële economie.

5° Hoe ver kan de beurs terugvallen in geval van een pessimistische hypothese (recessie)?

Het is best moeilijk hierop te antwoorden gezien het antwoord afhangt van de weerhouden hypothesen. Een recessie zou onvermijdelijk leiden tot een samentrekking van de bedrijfswinsten, met een grote onzekerheid hoeveel de winstmarges bedragen bij het



dieptepunt van de cyclus. Dat is dan ook de reden waarom we een benadering hebben weerhouden gebaseerd op de verhouding koers tot boekwaarde waarvan de berekening niet afhangt van de winstcyclus. Op basis van deze methodologie en van de waarneming van de dieptepunten bereikt over de voorbije 20 jaar, schatten we dat het slechtste scenario een bijkomende daling van 20% voor de Europese beurzen en van 25% van de Amerikaanse beurzen zou rechtvaardigen. Deze berekening is zonder twijfel te pessimistisch in de mate dat het vrije kasstroomrendement (na investeringen) van de wereldwijde aandelen bijna 6% bedraagt, wat duidelijk hoger is dan het niveau van voor de crisis van 2008 en waarvan bijna de helft wordt uitgekeerd als dividend. Gezien dividenden toch meestal gelinkt zijn aan de jaarresultaten, verkiezen we hier geen rekening te houden met het vermogen van de bedrijven extra cash voort te brengen. De crisis van 2008 heeft evenwel aangetoond dat de beleggers de neiging hebben te onderschatten hoe goed de bedrijven hun vrije kasstroom kunnen beheren.

6° Heeft de geopolitiek een bepalende invloed op de beurzen?

Dat is een vanzelfsprekendheid: de beleggers verlenen de politieke leiders een grote macht om te schaden. De verontrustende onderwerpen zijn van allerlei aard: de handelsspanningen zullen nog een tijd aanhouden, de buitenlandse politiek ruikt naar dictocratieën die de wereldvrede bedreigen (Turkije, Rusland, ...), er zijn religieuze en etnische conflicten in het Midden-Oosten, de hegemonische belangen van een toch wel imperialistisch China, het Europese project is verzwakt door de verlamde nationale regeringen en het opkomende populisme. Ook te vermelden is het in vraag stellen door de VS van het multilateralisme en de evenwichten die tot stand kwamen na de oorlog. De geopolitieke context nodigt niet uit tot zakendoen. In het verleden hebben de bedrijven nochtans al aangetoond dat ze in staat zijn zich aan te passen aan een crisissituatie. Dat is dan ook de reden waarom we de impact van de politiek op de bedrijfsresultaten niet willen uitvergroten; de resultaten zijn immers de echte motor van de beurs. Wel moeten we bekennen dat de onvoorspelbaarheid van Donald Trump niet te verwaarlozen is. De beleggers zijn dan ook enigszins wantrouwig aangaande het recente staakt-het-vuren van de handelsoorlog tussen China en de VS; de markten hebben immers begrepen dat de echte inzet eerder de intellectuele eigendom en het technologische leiderschap (artificiële intelligentie, mobiele 5G netwerken, halfgeleiders...) is, waarvoor het moeilijk zal worden een echt akkoord te bereiken.

7° Welke landen moeten we in de gaten houden?

De motoren van de wereldeconomie zijn de VS en China die alleen al 30 à 40% van de wereldwijde groei uitmaken. Zelfs al zijn deze

economieën vooral binnenlands gericht in die mate dat de rest van de wereld weinig geniet van hun interne dynamiek, toch kan men niet ontkennen dat hun goede gezondheid een belangrijke impact heeft op de financiële markten en dus ook op de wereldeconomie. Bovendien hebben de grote Europese beursgenoteerde bedrijven in de consumptie-, industrie-, energie-, technologie- en gezondheidssector veelal een grote blootstelling aan die zones.

8° Zijn we nog op tijd om de portefeuilles in te dekken tegen extreme verliezen?

In 2017 en begin 2018 hebben we er vaak de nadruk op gelegd dat de volatiliteit extreem laag was, wat de kost van de indekkingsstrategieën bijzonder aantrekkelijk maakte (aankoop puts op de beursindexen). Die tijd is voorbij. De terugkeer van de volatiliteit maakt die strategieën nu duur, behalve indien men leeft met een heel onvolmaakte dekking. Vandaag een Europese aandelenportefeuille indekken tot december 2019 (put optie op de Euro Stoxx 50) tegen een verlies van meer dan 10%, kost ongeveer 4% van de waarde van de portefeuille. Dat lijkt ons te prijzig tegenover een verwacht jaarlijks rendement dat onder de 10% ligt (dividenden inbegrepen). Bijgevolg kunnen diegenen die het goede idee hadden tegen redelijke prijzen hun portefeuille vóór de herfst van 2018 in te dekken tegen extreme risico's (grote verliezen) hun posities behouden. Diegenen die vandaag een sterke aandelenblootstelling hebben zonder enige dekking zullen zonder twijfel hun activa-allocatie moeten herzien in geval van hypergevoeligheid aan de volatiliteit van de beurskoersen. Zij die onderwogen zitten in aandelen kunnen geleidelijk aan hun cash aanwenden om in te pikken op aankoopopportuniteiten.

9° Wat is er hoopgevend?

De markten houden geen rekening met verschillende positieve factoren. Bepaalde elementen zijn eerder recent. In Europa is Italië tot een akkoord gekomen met de Europese Commissie, wat een einde maakt aan de strafprocedure inzake overdreven begrotingstekort. De spanningen rond de Italiaanse staatsschuld en de financiële sector zijn dus geluwd. In de eurozone zijn de begrotings- en monetaire politiek eerder soepel. We nemen ook een zekere stabilisatie waar in de groeiemarkten; China stimuleert zijn economie om zijn doelstellingen te halen aangaande verdubbeling van het BBP per inwoner voor de periode 2010-2020. Dat houdt een groei in van minimaal 6% voor de komende twee jaar. De sterke daling van de olieprijs is een ongelofelijke ondersteuning voor de koopkracht in de olie-importerende landen zoals China, Indië, Japan en niet te vergeten de Europese Unie. De waardering van de aandelen is heel aantrekkelijk en weerspiegelt de huidige fundamenteen niet.

CONCLUSIE

Het jaar 2018 is illustrerend voor het grote misverstand dat regelmatig de relaties kenmerkt tussen talrijke beleggers en de financiële markten. De rendementsverwachtingen, hoe aantrekkelijk ook, kunnen enkel bereikt worden indien men een voldoende lange tijdshorizon heeft. Ook dient men bereid te zijn te leven met de volatiliteit van de beurskoersen, wat er op korte termijn kan toe leiden dat de waarderingen tijdelijk ver verwijderd zijn van hun fundamenteen. Het is precies in die woelige periodes dat de beste zaakjes te doen zijn; het vergt enkel tijd, geduld en een flinke dosis stressbestendigheid. Het

is juist omdat de onzekerheden zo groot zijn dat de risicopremies, en dus de rendementsverwachtingen, dat ook zijn. In het kader van een actief portefeuillebeheer lijkt het ons zinvol momenteel met veel aandacht te kijken naar de aantrekkelijke aankoopkoersen die de markt biedt.

We beginnen het jaar 2019 met vele vragen. Het zou echter banaal zijn te bevestigen dat de beleggers de komende maanden zullen moeten varen in een zee van onzekerheden. Wij maken deel uit van

diegenen die van mening zijn dat de besluiteloosheid van de beurzen beleggingsopportuniteiten biedt.

Graag maken we van deze eerste maandelijkse beleggingsnota van 2019 gebruik om u te bedanken voor het vertrouwen en u het allerbeste te wensen voor het Nieuwe Jaar.

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. Dit document wordt te uwer beschikking gesteld onder de voorwaarde dat het geen primaire basis voor beleggingen vormt.