

Nieuws en analyse van de financiële markten

door Guy Wagner, beheerder-directeur,
en het beheerteam van BLI

BLI BANQUE DE
LUXEMBOURG
INVESTMENTS

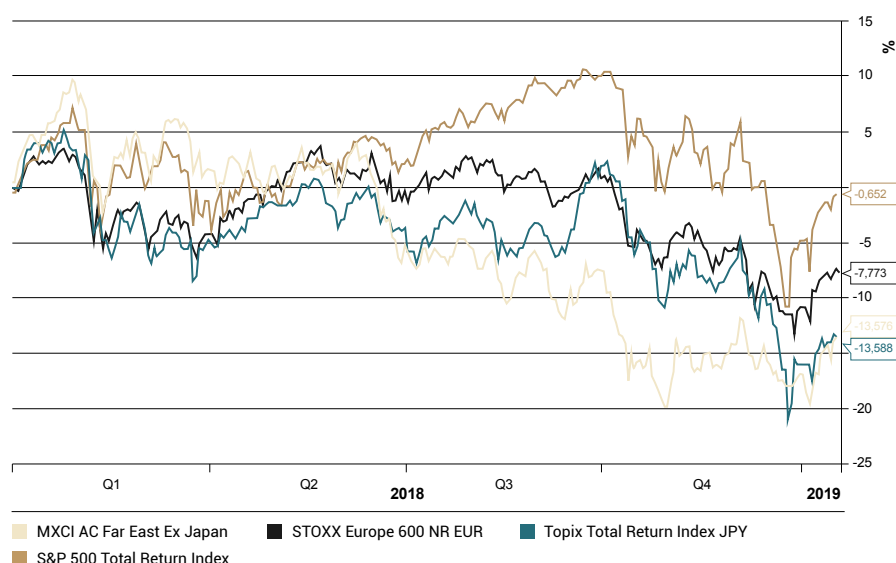
Beleggingsstrategie 2019

GUY WAGNER,
Managing Director
Dinsdag, 29 januari 2019

2018 was voor de financiële markten in zekere zin het spiegelbeeld van 2017. Twaalf maanden geleden werd een voor de markten vrij uitzonderlijk jaar afgesloten, waarin de meeste indexen in lokale munt met ruim 10% waren opgeveerd. Een jaar later is de situatie helemaal omgeslagen en is het zoeken naar indexen die minder dan 10% zijn verloren.

In 2018 zijn de markten gedaald ondanks een behoorlijke winstgroei. In de Verenigde Staten steeg de winst per aandeel van de bedrijven in de Standard & Poor's 500 bijvoorbeeld met 20%, maar ging de index 6% lager. De **daling van de waarderingveelvouden** vorig jaar was een van de grootste in dertig jaar. Deze daling werd veroorzaakt door concrete factoren, zoals de aanscherping van het monetaire beleid in de Verenigde Staten, en minder tastbare elementen, zoals de veranderde kijk van beleggers op het economische klimaat. Zo waren beleggers aan het begin van het jaar optimistisch over de economische vooruitzichten, maar sloeg hun stemming om en waren ze aan het eind van het jaar behoorlijk somber. Naar het einde van de zomer toe meenden beleggers dat zelfs de Amerikaanse economie niet aan de conjunctuurvertraging zou ontsnappen, waardoor de Amerikaanse markt in het vierde kwartaal fors terugviel. De geopolitieke ontwikkelingen, vooral het handelconflict tussen de Verenigde Staten en China, boden uiteraard ook geen steun.

Ontwikkeling van de beurzen in lokale munt sinds januari 2018
(in USD voor de Aziatische markten)



Bron: Bloomberg

2019 is begonnen met grote onzekerheid. Die onzekerheid betreft niet alleen de gezondheid van de wereldeconomie, maar ook de houding van de centrale banken en de geopolitieke situatie. Het zou dan ook verkeerd zijn te kiezen voor een **al te strikte beleggingsstrategie**. Beleggers moeten integendeel klaarstaan om hun strategie indien nodig in de loop van het jaar bij te sturen. Zo kwam de sterke opleving van de beurzen in de eerste drie weken van januari voor veel beleggers als een verrassing. Aangezien de gemoedstoestand van beleggers doorgaans afhangt van de recente marktprestaties, had hun vertrouwen in aandelen eind vorig jaar een knauw gekregen, waardoor zij het jaar misschien te pessimistisch zijn ingegaan.

Ondanks de huidige opleving van de markten zouden beleggers zich dit jaar evenwel beter concentreren op **vermogensbehoud dan op vermogensgroei**. In de eerste jaarhelft zouden heel wat economische en winstprognoses verlaagd kunnen worden. **Zolang de verwachtingen onder druk staan, is een duurzaam beursherstel niet mogelijk**. Een minder dierste aanscherping van het monetaire beleid van de Federal Reserve (of zelfs de stopzetting van de renteverhogingen) zou de markten kunnen ondersteunen, maar enkel als de economische groei niet al te sterk vertraagt.

Nieuws en analyse van de financiële markten

door Guy Wagner, beheerder-directeur,
en het beheerteam van BLI

BLI BANQUE DE
LUXEMBOURG
INVESTMENTS

Meer in het algemeen stoot de vastberadenheid van de centrale banken om hun monetaire beleid te verkrappen op een eerste groot obstakel, namelijk **de vertraging van de economische cyclus**. De financiële markten zullen dan ook wellicht volatieler worden. De toonswijziging van de Federal Reserve wijst erop dat de centrale banken nog altijd naar de financiële markten luisteren. Reageren op een marktdaling wordt echter moeilijker, aangezien het macro-economische klimaat enigszins is veranderd. De output gap (verschil tussen reële en potentiële groei) is niet langer negatief en het bijbehorende deflatierisico is verdwenen, waardoor onconventionele monetaire beleidsmaatregelen moeilijker te rechtvaardigen zijn. En welke instrumenten zouden de centrale banken trouwens kunnen aanwenden als de economische situatie duidelijk zou verslechteren? De basisrente is momenteel veel lager dan voor de crisis van 2008, terwijl de balans van de centrale banken fors is gegroeid en landen tegen een veel grotere schuldenberg aankijken. Als de economische groei merkbaar zou vertragen, zouden de centrale banken dus naar nog onconventionelere maatregelen kunnen grijpen, maar het is lang niet zeker dat die hetzelfde positieve effect op de financiële markten zouden hebben. Want als zelfs **een onconventioneel beleid** de wereldeconomie niet heeft kunnen saneren en voor stevige fundamenten heeft kunnen zorgen, waarom zouden nog onconventionelere maatregelen dat dan wel kunnen?

Een te negatieve houding tegenover de beurzen zou echter ook contraproductief zijn. Zoals we eerder aangaven, zijn de waarderingsveelvouden vorig jaar bijzonder sterk gedaald. De markt lijkt een moeilijker klimaat dus al zeker gedeeltelijk in de koersen te hebben verwerkt. Bovendien **blijft de rente bijzonder laag** en zijn enkele facto-

ren die aan de basis van de groeivertraging lagen intussen omgeslagen. Zo zouden de val van de olieprijs en de daling van de obligatierente in het vierde kwartaal de particuliere consumptie in de Verenigde Staten kunnen stimuleren. Als de huidige vertraging binnen de perken zou blijven en zou zorgen voor een **zachte overgang naar een gematigd groeitempo** zoals in de periode van 2011 tot 2016, en indien de Federal Reserve tegelijkertijd haar monetaire verkrapping zou stopzetten, zouden de markten bijzonder positief reageren. De vrees voor een nakende recessie in de Verenigde Staten kan momenteel op zijn minst voorbarig worden genoemd. We moeten evenwel toegeven dat de economische cycli tegenwoordig steeds meer het gevolg zijn van wat er gebeurt op de financiële markten in plaats van omgekeerd. Zo werden de recessies van 2001/2002 en 2008/2009 veroorzaakt door de val van de beurzen. Het is weliswaar enigszins surrealistisch, maar een forse daling van de beurzen kan dus een recessie uitlokken die de daling van de markten vervolgens zou rechtvaardigen.

Ondanks de daling van **de waarderingsveelvouden in 2018 blijven de waarderingsveelvouden van de meeste markten** hoog, vooral aangezien **de winstmarges** ruim boven het gemiddelde liggen. Het herstel van de beurzen dat in 2009 is begonnen, vertoont twee bijzonderheden. Ten eerste stegen de beurzen veel sterker dan de bedrijfswinsten, waardoor de waarderingsveelvouden ook toenamen. Ten tweede groeiden de winsten veel sterker dan de omzetcijfers, wat wees op margegroei. In de Verenigde Staten zouden we ook nog een derde factor kunnen vermelden. Aangezien bedrijven daar massaal eigen aandelen hebben ingekocht, lag de groei van de winst **per aandeel** ver boven de winstgroei. Die aankopen van eigen aandelen werden vaak gefinancierd

met obligaties, waardoor de schuld van Amerikaanse bedrijven fors is gestegen en intussen zorgwekkende proporties heeft aangenomen, vooral wanneer we enkele zeer grote technologiebedrijven met een enorme kaspositie buiten beschouwing laten.

Het zijn uiteindelijk **de waarderingsveelvouden** die in ruime mate de **toekomstige rendementen** bepalen. Kijken we bijvoorbeeld even naar een bedrijf als Nestlé, dat momenteel verhandeld wordt tegen ongeveer twintig keer de winst. Stelt dat het bedrijf erin slaagt om in de komende tien jaar een winstgroei van 5% per jaar te halen. Als de markt over tien jaar nog steeds bereid zou zijn om voor het aandeel van Nestlé twintig keer de winst te betalen, zou de koers 135 CHF bedragen en zou een belegger een geannualiseerd rendement van 5% gehaald hebben (daarbovenop komt ook nog het jaarlijkse dividend). Als de markt over tien jaar echter maar vijftien keer de winst wil betalen, zou de koers dichterbij 100 CHF liggen, waardoor het geannualiseerde rendement slechts ongeveer 2% zou bedragen (plus het dividend). Indien beleggers echter 25 keer de winst zouden willen neertellen, zou het geannualiseerde rendement oplopen tot 7,5% (plus het dividend). In elk van die drie scenario's blijft Nestlé hetzelfde bedrijf met dezelfde winstgroei. Het enige wat verandert, is het winstveelvoud dat beleggers bereid zijn te betalen. Zoals we hierboven hebben vermeld, hangt dat winstveelvoud af van concrete factoren als de rente, maar ook van minder tastbare (en minder voorspelbare) elementen, zoals de gemoedstoestand van beleggers en hun kijk op wat er gebeurt.

Om zo veilig mogelijk te spelen en niet af te hangen van een eventuele verandering in de visie van beleggers, is het dan ook beter

Nieuws en analyse van de financiële markten

door Guy Wagner, beheerder-directeur,
en het beheerteam van BLI

BLI BANQUE DE
LUXEMBOURG
INVESTMENTS

te beleggen wanneer de waarderingveelvouden laag zijn. Zo begon de grote hausse van de jaren tachtig en negentig in 1982 met zeer lage veelvouden, omdat beleggers aandelen massaal hadden laten vallen door de hoge inflatie van de jaren zeventig en de daaruit voortvloeiende forse rentestijging. De daling van de inflatie en de rente deed vervolgens de waarderingveelvouden opveren. Die trend werd verder versterkt door gunstige geopolitieke ontwikkelingen, zoals het einde van de Koude Oorlog en de globalisering. Bovendien was de demografische structuur in de ontwikkelde landen bevorderlijk voor een stijging van de beschikbare spaartegoeden. **Die trends beginnen nu te keren:** de rente lijkt niet verder meer te kunnen stijgen, de hernieuwde nadruk op het nationale belang in plaats van internationale samenwerking houdt economische en geopolitieke risico's in, en de demografische structuur van de bevolking is zodanig

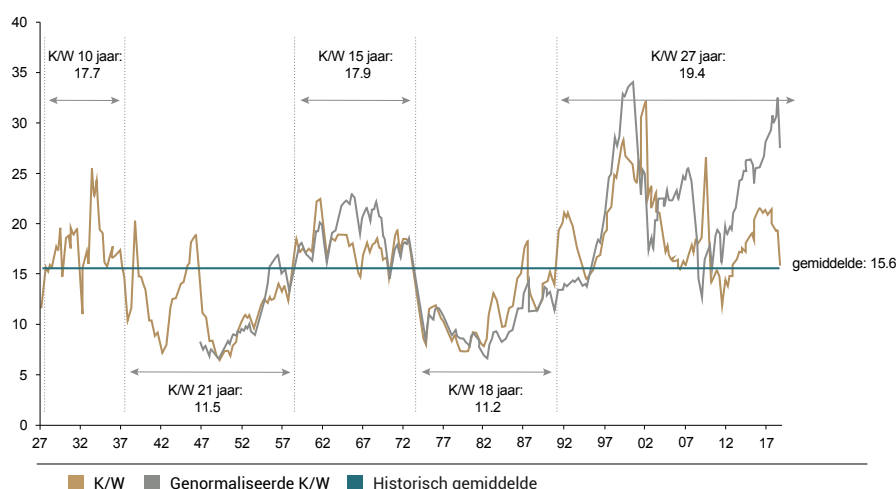
gewijzigd dat de beschikbare spaartegoeden onder druk zouden kunnen komen. Op lange termijn is de kans dan ook groot dat **de waarderingveelvouden** zullen dalen, waardoor het nog moeilijker zal zijn om **met aandelen hoge rendementen te halen**.

Zelfs in moeilijke marktomstandigheden kan echter intelligent belegd worden in aandelen, op voorwaarde dat een degelijk selectieproces nauwgezet wordt gevolgd en dat op voldoende lange termijn belegd wordt. Onze aanpak bestaat erin – en zal er altijd in bestaan – **kwaliteitsbedrijven** te selecteren met een **duurzaam concurrentievoordeel** dat voor een bovengemiddeld rendement op geïnvesteerd kapitaal zorgt en met een **gezonde balans**, als bewijs dat ze zichzelf kunnen financieren. Heel wat waarnemers lijken dergelijke bedrijven momenteel af te raden omdat ze duur zouden zijn. Het is inderdaad zo dat hun waar-

deringsveelvouden boven het gemiddelde liggen, maar hun premie zou nog kunnen stijgen als de economische vooruitzichten verder verslechteren. In het huidige klimaat zou de voorkeur moeten uitgaan naar **defensievere bedrijven** met goed voorspelbare resultaten die een dividend uitkeren. Later kan dan weer belegd worden in **cyclische kwaliteitsbedrijven**, waarvan de koers in vele gevallen al fors is gedaald.

Aan het begin van het jaar is het vaak de gewoonte om een bepaalde regio extra te benadrukken. Dergelijke aanbevelingen zijn vaak gebaseerd op waarderingverschillen tussen regio's. We stellen echter vast dat die **waarderingverschillen** vooral te maken hebben met de **samenstelling van de indexen**. Een index zoals de Standard & Poor's 500 is eenvoudigweg van betere kwaliteit dan de meeste Europese indexen, waarin sectoren en bedrijven met structureel lage marges veel zwaarder doorwegen. Wat waarderingen betreft, is er wel een argument dat in het voordeel van de **Aziatische markten** pleit. Die markten hebben vorig jaar namelijk zwaar geleden onder de sterke dollar, de stijging van de obligatierente in de Verenigde Staten en de onzekerheid omtrent China. De index van Azië zonder Japan viel daarbij terug tot het niveau van elf jaar geleden, en in verhouding tot het eigen vermogen van de bedrijven noteert hij ruim onder het gemiddelde van de afgelopen twintig jaar. De Japanse markt heeft nog altijd heel wat troeven. Zo blijft de rentabiliteit van Japanse bedrijven structureel verbeteren, terwijl hun schuld veel lager is dan die van Amerikaanse en Europese bedrijven en ze aantrekkelijk gewaardeerd zijn.

Koers-winstverhoudingen en genormaliseerde koers-winstverhoudingen van de S&P 500 sinds 1927



Bron: Bloomberg, S&P Dow Jones Indices, BLI

Nieuws en analyse van de financiële markten

door Guy Wagner, beheerder-directeur,
en het beheerteam van BLI

BLI BANQUE DE
LUXEMBOURG
INVESTMENTS

Besluit: tijdens de val van de markten in het vierde kwartaal van 2018 hebben **goud en eersterangs staatsobligaties** bewezen dat ze nog altijd **op hun plaats zijn in een gedi-versifieerde portefeuille** als bescherming tegen het aandelenrisico in geval van een toename van de risicoaversie. Staatsobligaties zullen die bescherming mogelijk echter niet blijven bieden. Door de forse stijging van de overheidsschulden wordt het namelijk alsmoer moeilijker om de kwaliteit van eersterangs staatsobligaties te beoordelen. Een hogere inflatie zou de correlatie tussen aandelen en obligaties weer positief maken, net zoals begin februari vorig jaar, toen zowel aandelen als obligaties daalden door de vrees voor een inflatiestijging. Het lijkt te vroeg om nu al uit te gaan van een terugkeer van de inflatie, maar we moeten wel waakzaam blijven. Voorlopig zou een wereldwijde groeivertraging langlopende Amerikaanse staatsobligaties moeten ondersteunen.

Ontwikkeling van de MSCI AC Far East ex. Japan-index



Bron: Bloomberg

Ontwikkeling van de goudprijs in USD



Bron: Bloomberg