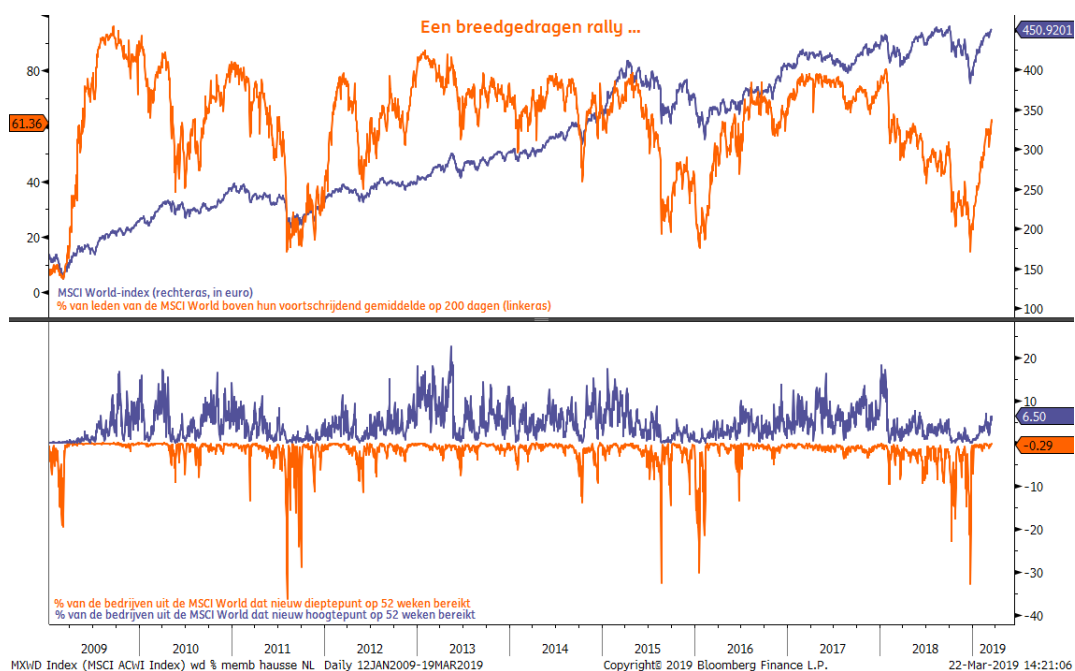


Thierry Masset, Chief Investment Officer ING Belgium.

## AANDELEN

### Het beursherstel is mogelijk aan het pieken!

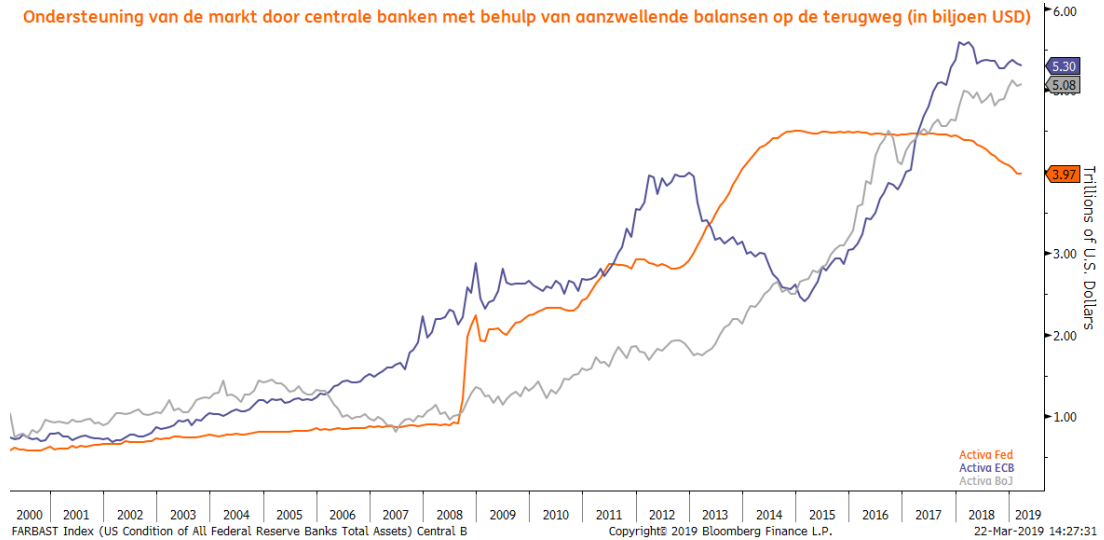
- **De riskantere activa zijn duidelijk opnieuw in trek na de inzinking van 2018.** Terwijl meer dan 60% van alle aandelen uit de MSCI World-index boven hun voortschrijdend gemiddelde op 200 dagen uitgestegen zijn (tegenover 15% eind vorig jaar) en ongeveer 5,5% van de bedrijven uit de MSCI World-index hun hoogste punt in 52 weken bereikt heeft, zet de beurs de breedgedragen rally van na Kerstmis voort (+18% in euro). En dit keer zijn het de 'zwakkere' aandelen die de toon zetten, aangezien smallcaps het beter doen dan largecaps en aandelen met een hoge volatiliteit sterker presteren dan aandelen met een lage volatiliteit.



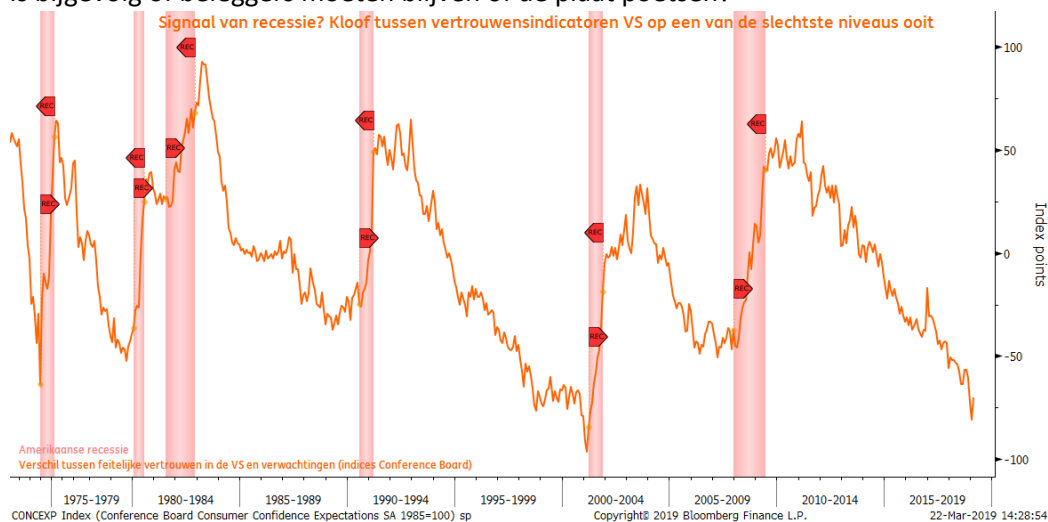
- Vele beleggers hebben hun visie over de beurzen bijgesteld, met dank aan de verrassende mildheid van Fed-voorzitter Jerome Powell en zijn collega's in de rest van de wereld, de signalen dat de handelsspanningen afzwakken (president Trump verlengde de deadline voor de verhoging van de importheffingen op Chinese producten, waardoor de hoop toeneemt dat het einde van de handelsoorlog in zicht is) en de signalen dat China de economie aan het stimuleren is. **Nu alom verwacht wordt dat de wereldeconomie vaart zal minderen, zullen de grote centrale banken hun plannen voor de 'normalisering' van hun monetair beleid door een deel van de overtollige liquiditeit terug te trekken moeten uitstellen, wat betekent dat het festijn doorgaat voor de risicoactiva.** Voor sommige analisten volstaat een lichte versoepeling van de financiële voorwaarden wereldwijd om de groei te doen stabiliseren in de tweede helft van 2019. Voor anderen kan elke ingrijpende verschuiving in de richting van een groeigericht monetair en budgettair beleid de bullmarkt weer op gang

trekken.

Ondersteuning van de markt door centrale banken met behulp van aanzwellende balansen op de terugweg (in biljoen USD)



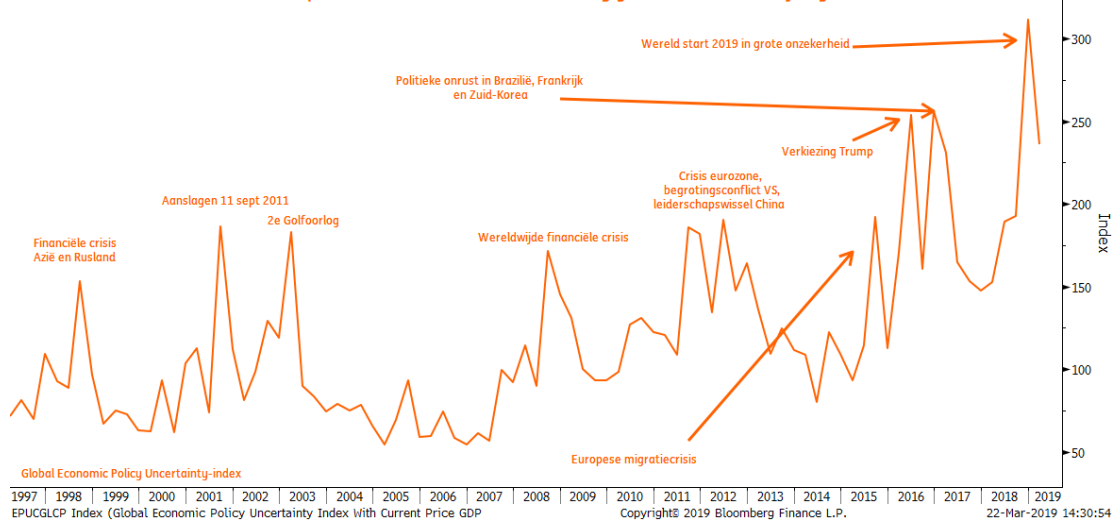
- **Maar waar beleggers geen rekening mee lijken te houden is dat hoe meer de volatiliteit afneemt (de VIX-index is gedaald tot zijn laagste peil sinds oktober) en de gemakzucht toeneemt, hoe meer de Fed geneigd zal zijn op de rente te verhogen.** Misschien niet in dit kwartaal of het volgende, maar mogelijk in de tweede helft van het jaar. De Fed zou zo goed als zeker doorgaan met het afbouwen van de balans en elke maand ongeveer 50 miljard USD aan liquiditeit terugtrekken uit de markten.
- Bovendien stellen sommige marktparticipanten zich vragen bij de rally, gelet op **de zwakkere groei, het lagere consumentenvertrouwen en de teleurstellende PMI-indexcijfers**, terwijl de goedkope waarderingen het lastiger maken om aandelen te verkopen. De vraag in deze markt is bijgevolg of beleggers moeten blijven of de plaat poetsen?



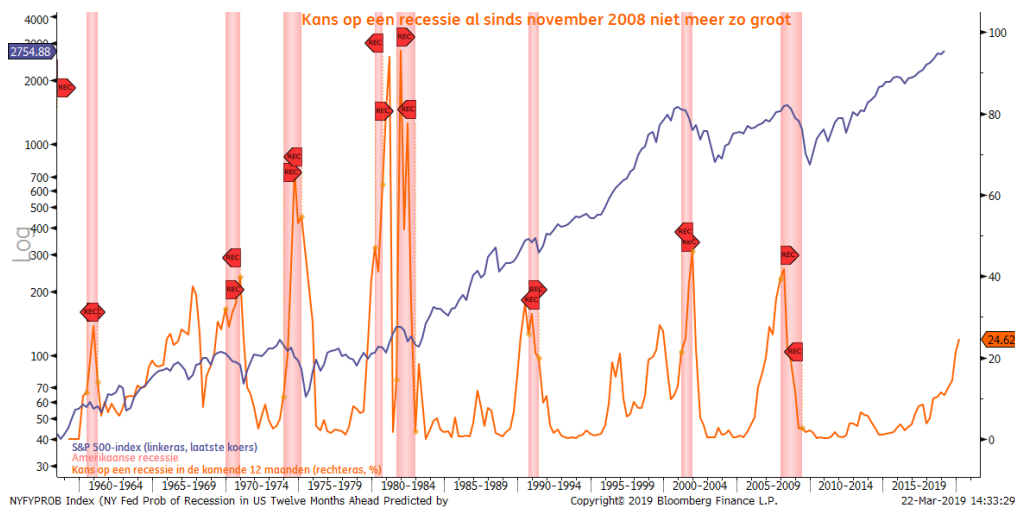
- **Uit een peiling bij vermogensbeheerders van Bank of America Merrill Lynch blijkt dat ze niet al te veel vertrouwen hebben in de beursrally in dit nieuwe jaar en eerder kiezen voor cash dan voor aandelen.** Hun globale aandelenblootstelling zakte in maart terug tot het laagste niveau sinds september 2016 en hun allocatie in cash bevindt zich op het hoogste niveau sinds de financiële crisis van 2009, ook al is de MSCI All Country World-index in 2019 met bijna 13,5% (in euro) gestegen. Dit wijst op een groot gebrek aan vertrouwen bij beleggers in de duurzaamheid van het herstel!

- Ook wij waarschuwen om niet volop mee te stappen in de rally van de risicoactiva, zeker niet in segmenten die kwetsbaar zijn voor minder goede groeivoorzichten, geopolitieke risico's of een plotse verschuiving in de vraag- en aanbodverhoudingen, aangezien de **Global Uncertainty-index**, een maatstaf voor de onvoorspelbaarheid in 20 landen, een **nieuw record bereikt heeft**. De index, die in 2016 ontwikkeld werd door onderzoekers Scott Baker, Nick Bloom en Steven Davis, is gebaseerd op de frequentie waarmee kranten de woorden 'onzeker' of 'onzekerheid' gebruiken in verband met het economisch beleid. Deze indicator is gestegen tot een recordniveau doordat de politieke onzekerheid veel hoger is dan normaal en door de reële dreiging van een nieuwe shutdown in de VS in de komende dagen, naast de handelsonderhandelingen tussen de VS en China, die normaal aflopen op 1 maart, met of zonder akkoord. Voeg daar nog de aanslepende Brexit-saga in het VK aan toe, het feit dat de niet onbelangrijke Italiaanse economie officieel in een recessie beland is of de politieke onrust in Venezuela, om maar enkele potentiële risico's te noemen, en al snel wordt duidelijk dat zowat alles moet meezitten om de beursrally te kunnen voortzetten.

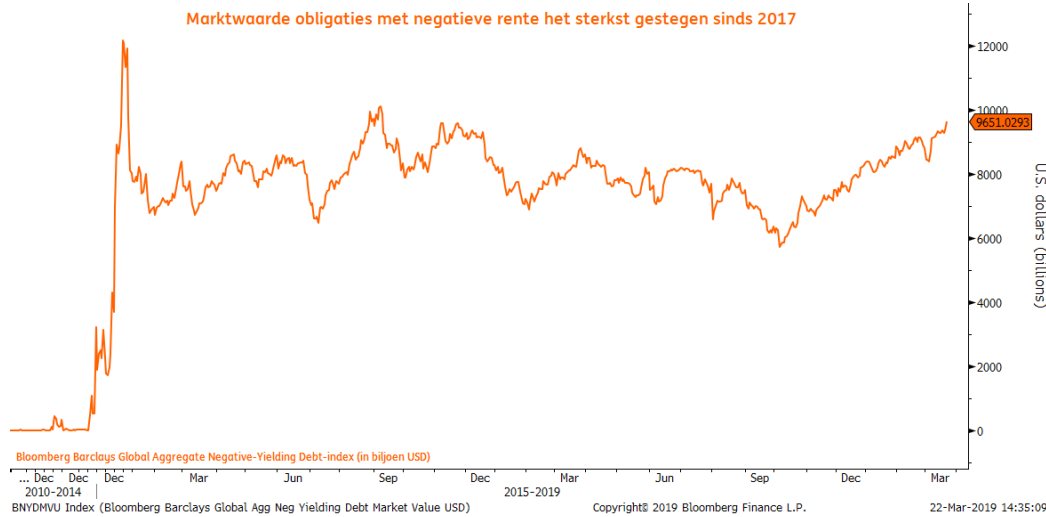
**Grote politieke onzekerheid belooft weinig goeds voor wereldwijde groei**



- Bovendien bereikte de **indicator voor de kans op een recessie van de Federal Reserve van New York**, die gebruik maakt van de rentecurve op obligaties op 10 jaar en 3 maanden om de kans om op een krimp te voorspellen in de komende 12 maanden, **onlangs zijn hoogste niveau sinds 2008 (24%)**. Van de 11 keer dat deze indicator tot dit niveau gestegen is sinds de jaren '60, werden er acht gevolgd door een recessie!



- Al deze economische kopzorgen komen duidelijk tot uiting op de wereldwijde obligatiemarkten, **waar het aantal obligaties met een negatieve rente gestegen is**, volgens Bloomberg tot 9,4 biljoen dollar. Dit is het grootste bedrag sinds 2017 en in oktober 2018 was dit nog 5,7 biljoen dollar. Beleggers zouden niet massaal in veilige overheidsobligaties stappen, de prijzen omhoogdrijven en de rente doen dalen als ze dachten dat alles op wieltjes liep in de wereld.

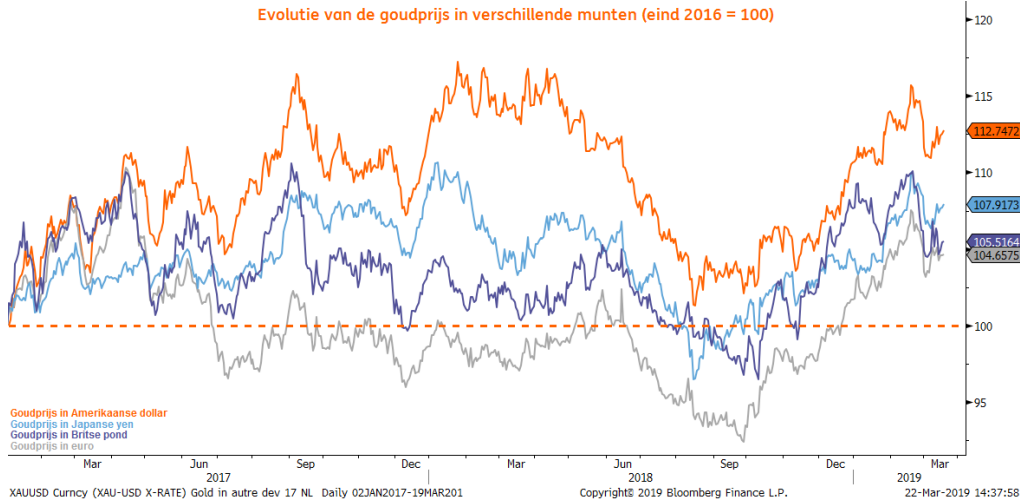


- De dalende obligatierente wijst erop dat beleggers in obligaties de voorbije weken meer gevaren zien dan aandelenbeleggers.**

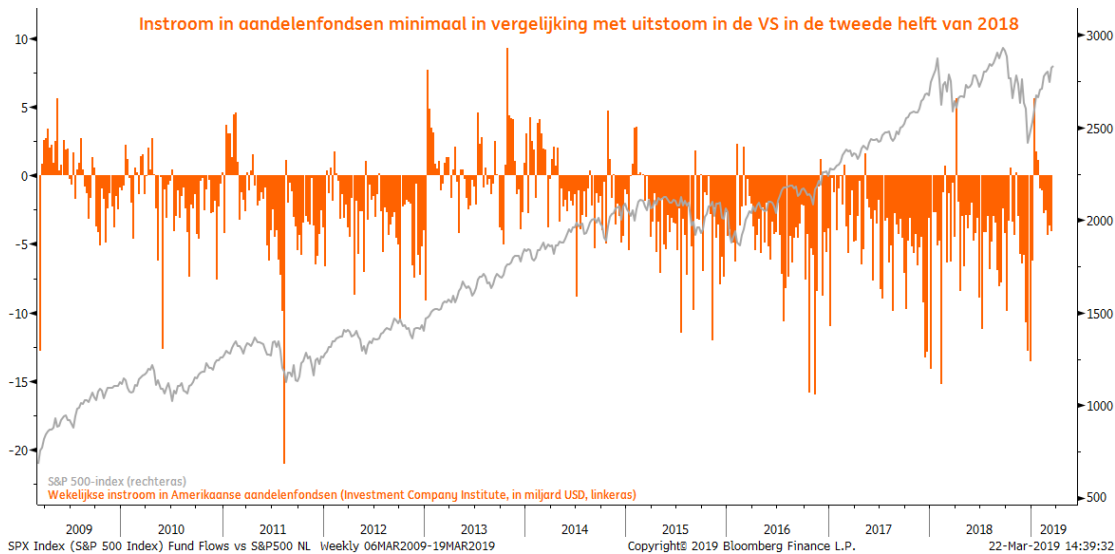


- Ook het signaal van de goudprijs valt moeilijk te negeren, die met 12% gestegen is sinds midden augustus 2018 tot meer dan 1.300 per ounce.** Sceptici zullen wellicht beweren dat de goudprijs slechts terug op het niveau is van mei 2018, maar dat is een foute manier om de evolutie van een van de opvallendste veilige havens ter wereld te interpreteren. Een betere manier om te begrijpen wat er gebeurt is door de in- en uitstroom te volgen of het feit dat de prijs van het edelmetaal op recordhoogte noteert in 72 andere munten dan de dollar. Aanvankelijk vloede er meer kapitaal naar goud omdat de volatiliteit op de financiële markten toenam, maar nu is het vooral een kwestie van speculaties over een minder strenge

## Fed die de renteverhogingen zal pauzeren in 2019.

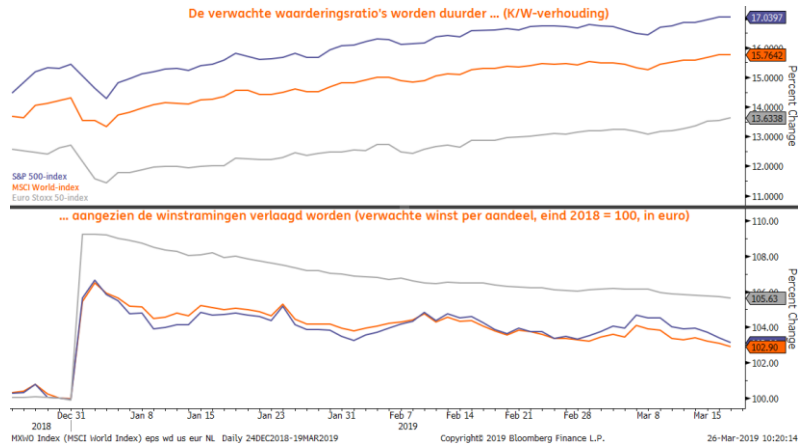


- Bovendien ontbreekt het **de beursrally** van na Kerstmis aan enkele **cruciale ingrediënten die normaal met een dergelijke steile opmars gepaard gaan.**
  - Ten eerste tonen gegevens van het Investment Company Institute aan dat de instroom in beleggingsfondsen minimaal was in vergelijking met de uitstroom in de tweede helft van 2018.



- Ten tweede blijft het handelsvolume laag. Vorig jaar waren er gemiddeld net iets meer dan 37 miljard aandelen van de S&P 500 verhandeld op kwartaalbasis, minder dan de recente piek van 47 miljard uit 2016, en minder dan de helft van de piek van het handelsvolume in het begin van deze eeuw.
- Ten derde, en wellicht het meest ongebruikelijke, is dat de vooruitzichten voor de bedrijfswinsten er helemaal niet zo goed uitzien, en vele analisten verwachten een winstrecessie (d.w.z. twee kwartalen van negatieve winstgroei). De consensus op de markt is dat de winstgroei in 2019 zal vertragen, wat een stijging van de gemiddelde winst per aandeel zal opleveren van 3,4-3,2% in de VS en op wereldwijde schaal. Als de winstcijfers het jaar op dit niveau starten, houdt dit een groot gevaar in! Want als men in deze fase van het jaar al minder dan 5% verwacht, krijg je aan het einde van de rit meestal een negatief cijfer, aangezien winstramingen voor het volledige jaar

normaal elke maand met circa 0,5% dalen.

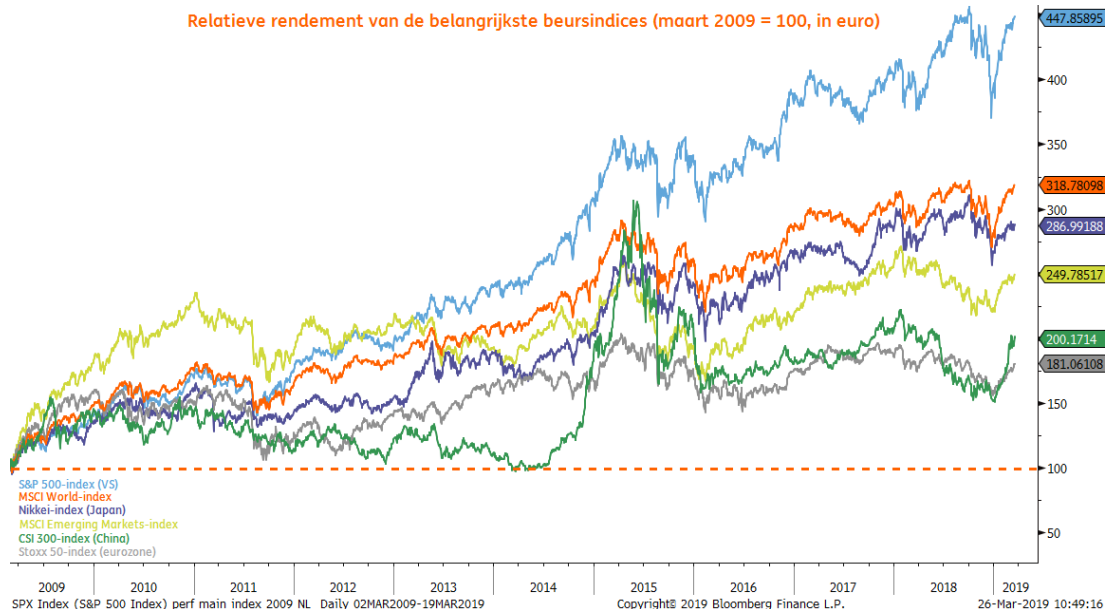


- De ontkoppeling tussen de economie en conjunctuurgevoelige aandelen is zo sterk dat **we besloten hebben om onze blootstelling aan aandelen en grondstoffen te verlagen van neutraal tot onderweging, terwijl we blijven beleggen in activa met een lage bèta (zoals defensieve aandelen, largecaps of goud) die doorgaans minder volatiel zijn. Tegelijkertijd verhoogden we het gewicht van obligaties, vastgoed en cash.**

## 1.1 Geografische aanbevelingen

### 1.1.1 Eurozone : neutraal

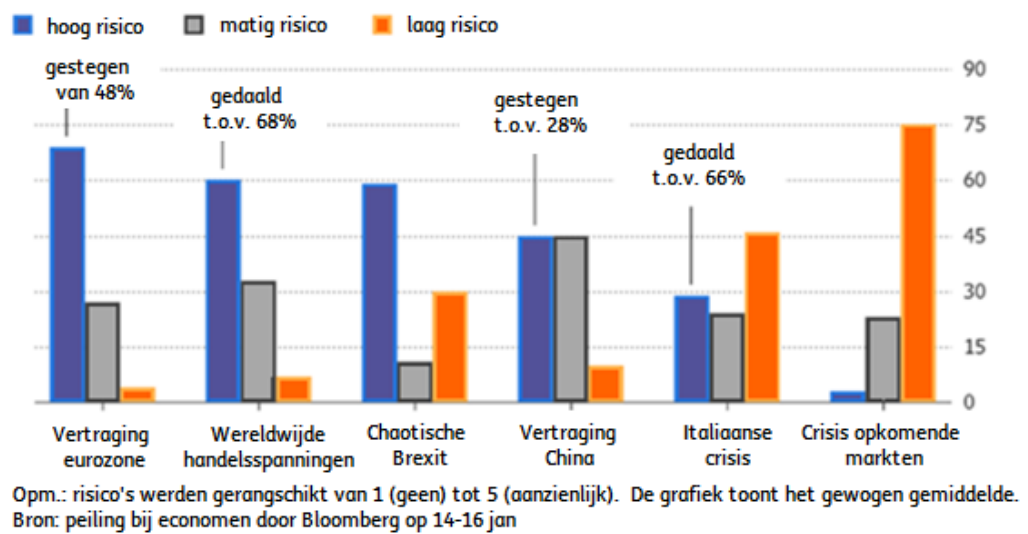
- De Europese aandelen hebben weinig reden om te vieren op de tiende verjaardag van de wereldwijde bullmarkt.** Terwijl de Stoxx Europe 50-index met circa 80% gestegen is sinds maart 2009, is dit slechts een vijfde van het indrukwekkende rendement dat de S&P 500-index geboekt heeft. Ook de volatiele politiek, de schuldencrisis en de lagere winstgroei zijn mee verantwoordelijk voor de achterstand van Europese aandelen.



- Europa vormt stilaan de grootste bedreiging voor de wereldwijde groei.** De vraag gaat er duidelijk op achteruit in de 19 landen van de eurozone. De regio zit immers gekneld tussen interne en externe dreigingen. Het is goed mogelijk dat de groei amper 1% zal bedragen dit jaar, een scherpe vertraging ten opzichte van 2018, nu zelfs grootmacht Duitsland het moeilijk krijgt.

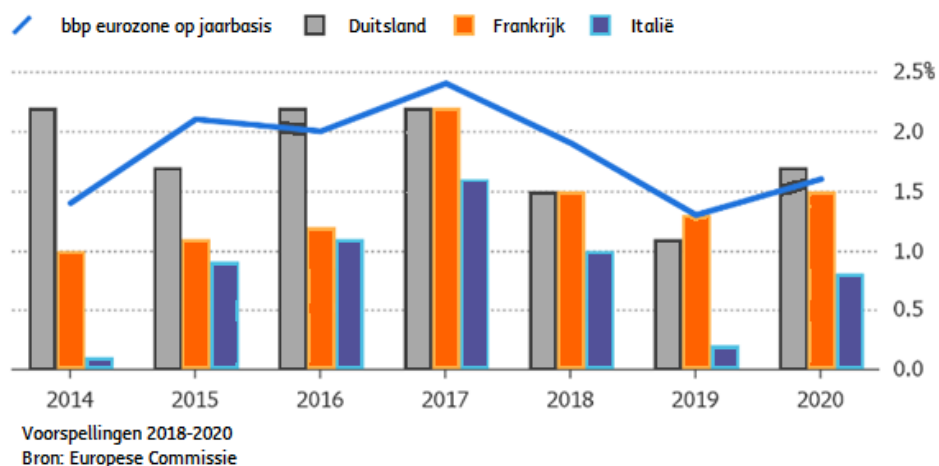
- De intensiteit en het plotse karakter van de achteruitgang wijst erop dat **de vertraging vooral toeslaat in de kernlanden van de regio**. Terwijl landen als Griekenland in het verleden aan de basis lagen van de zwakke cijfers, zijn het deze keer de vooruitzichten in Duitsland die erop achteruitgaan door de langdurige inzinking in de industrie. Ook in Frankrijk is de consumptie stilgevallen, waar de gele hesjes massaal de straat optrekken om te protesteren. Samen zijn de twee landen goed voor bijna de helft van de economie van de eurozone.
- **En dat is nog niet het einde van het verhaal**. De rente op Italiaans obligaties is opnieuw aan het stijgen door de twijfels over het begrotingsbeleid, de vraagtekens bij de gezondheid van de banken en de onopgeloste Brexit-situatie. Mogelijk zullen de Europese parlamentsverkiezingen in mei winst opleveren voor de eurosceptische partijen, iets wat sommige bedrijven nu al zorgen baart.

**Voornaamste risico's voor de eurozone**

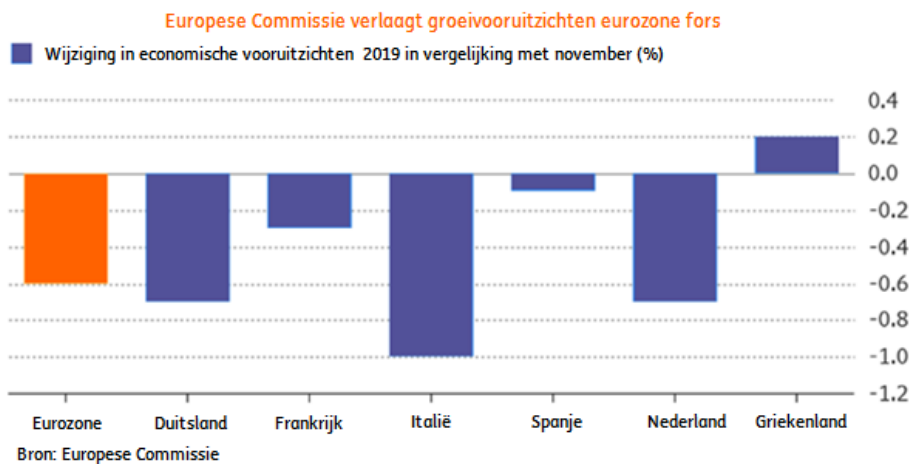


- Vandaar dat de **Europese Commissie waarschuwde dat de risico's voor de vooruitzichten van de eurozone "aanzienlijk" zijn**. Ze snoeide in haar groeivoorzichten voor alle grote economieën uit de regio, van Duitsland tot Italië, en waarschuwde dat deze vooruitzichten mogelijk nog zullen verslechteren door de Brexit en de Chinese groeivertraging.

**Grootste economieën eurozone zullen wellicht vaart minderen in 2019**



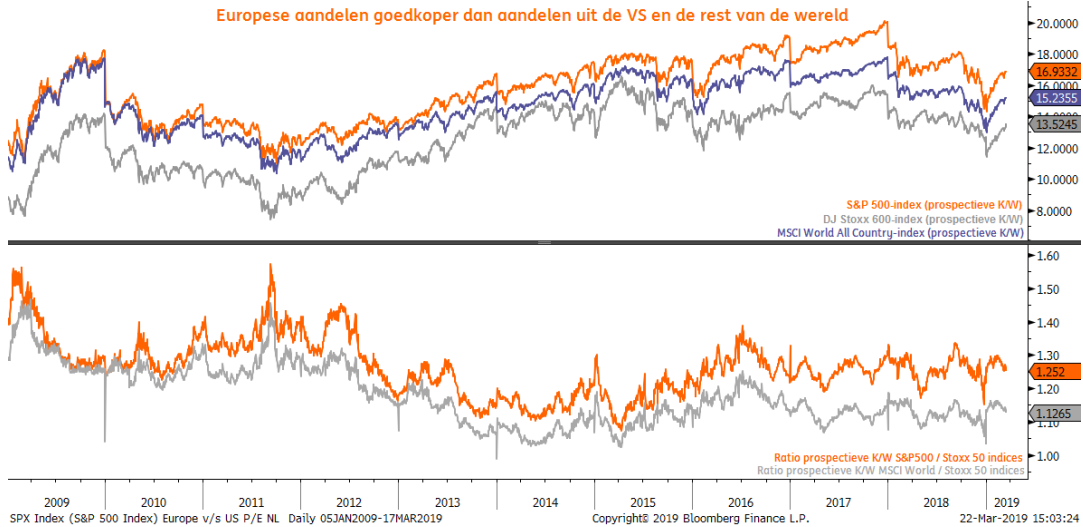
- o De Commissie verwacht **dat de economie van de eurozone dit jaar met 1,3% zal groeien, wat een daling is in vergelijking met de 1,9% die in november verwacht werd.** Voor 2020 verwacht ze een groei van 1,6%, tegenover 1,7% voordien. De grootste herziening was voor Italië. De Commissie verlaagde haar groeiprognose tot 0,2% - veruit het laagste cijfer van het hele blok - in vergelijking met een vorige raming van 1,2%. Deze lagere vooruitzichten komen twee maanden nadat Rome en Brussel een compromis bereikten over het Italiaanse begrotingstekort en zullen het wellicht moeilijker maken voor de populistische coalitie om hun dure uitgaven te financieren.



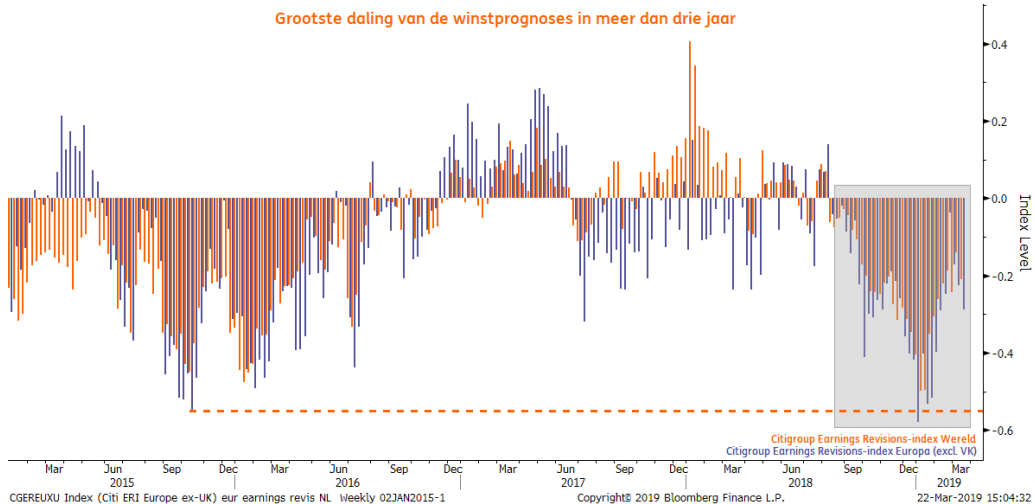
- **Deze slabakkende economie vormt een test voor de vastberadenheid van de Europese Centrale Bank om de stimuleringsmaatregelen uit de crisisjaren geleidelijk aan op te brengen.** De beleidsmakers van de ECB balanceerden in december op een slappe koord door enerzijds de economische vooruitzichten te verlagen en anderzijds de netto activa-aankopen stop te zetten die de vraag in de eurozone aangewakkerd hebben. De geldmarkten gaan ervan uit dat de beleidsmakers de depositorente slechts in juni 2020 zullen verhogen, terwijl er voordien verwacht werd dat de rente dit jaar verhoogd zou worden. Dit ontketende een rally in zowat alle instrumenten, van Duitse referentie-obligaties tot Belgisch en Spaans schuldpapier (**meer hierover in het hoofdstuk over obligaties**) .
- Dankzij de wereldwijde beursstijging is de Europese benchmarkindex met circa 0,4 biljoen euro in waarde gestegen ten opzichte van het dieptepunt van december. De Euro Stoxx 50 noteert 12,5% hoger dit jaar en is op weg naar zijn grootste kwartaalwinst sinds 2015. Gedurende 2019 werd elk signaal van euforie gerechtvaardigd door de nieuwe monetaire steunmaatregelen die verwacht worden en de goedkope waarderingen na de verkoopgolf van vorig jaar. In vergelijking met aandelen uit de VS en de rest van de wereld zijn **Europese aandelen immers een koopje**: de Stoxx 50 noteert met een verwachte koers-winstverhouding van 13,5. Die van de S&P 500 en MSCI World-index daarentegen bedraagt respectievelijk 16,9 en 15,2. Wat het verschil in verwacht rendement betreft (3,7%), waren



## Europese aandelen nog nooit zo goedkoop in vergelijking met staatsobligaties.



- Maar hoe hectischer de situatie, hoe moeilijker het wordt om de groeiende risico's van de zwakkere economische indicatoren en de immer chaotische politiek in Europa te negeren. Veel van de politieke problemen in Europa zijn existentieel van aard, en door de zwakkere winstcijfers en economische groei zullen maar weinig buitenlandse beleggers zich de moeite getroosten om ze te proberen te begrijpen. Voorlopig wijzen de prognoses van de analisten nog altijd op een hogere winstgroei voor de Stoxx 600 in 2019 (5,9% tegenover 5,8% in 2018 en het gemiddelde van 3,5% per jaar in 2014-2017) maar dat is wellicht iets te hoog gegrepen, gezien de groeiende druk op de winstmarges en het feit dat uit de Earnings Revisions-index van Citigroup blijkt dat het al van 2015 geleden is dat analisten nog zo fors hun prognoses hebben verlaagd!

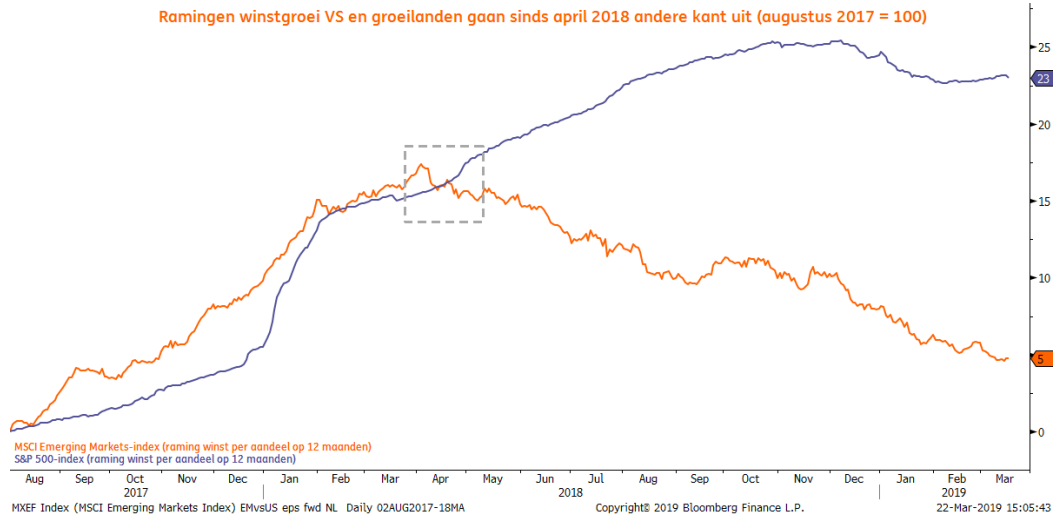


### 1.1.2 Opkomende markten (vs. ontwikkelde markten): overweging => neutraal

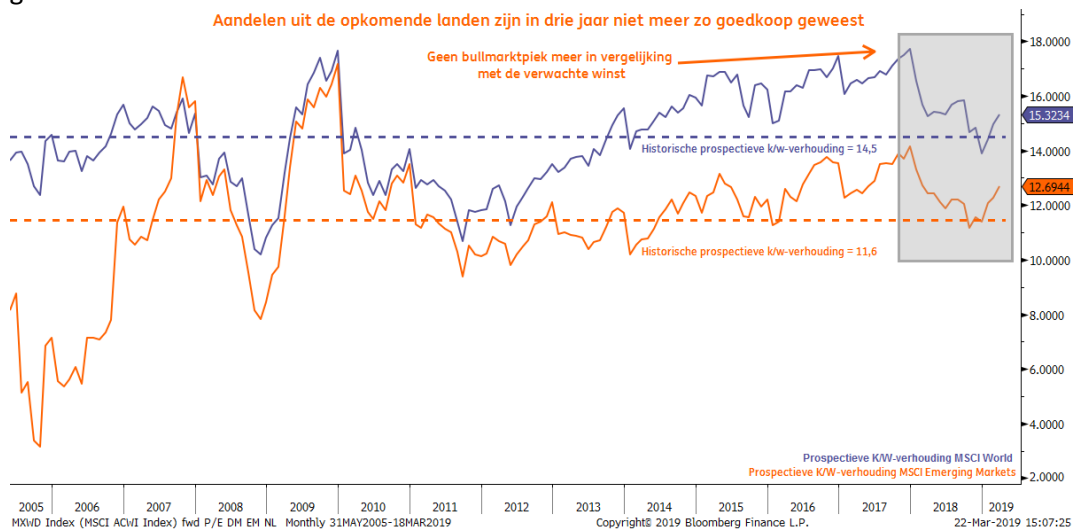
- Eerst het slechte nieuws: de bedrijfswinsten in de opkomende landen (Emerging Markets of EM) zijn niet zo goed als analisten gehoopt hadden. In vier op vijf opkomende economieën kwamen de bedrijfsresultaten onder de verwachtingen van 12 maanden geleden uit, volgens een studie van 25 benchmarkindices. En dat terwijl analisten hun ramingen al met 50% verminderd hadden ten opzichte van de piek van april. Als de winstgroei erop achteruitgaat, bestaat de kans dat beleggers het hogere risico van de

groeilanden zullen mijden en in de ontwikkelde markten beleggen.

Ramingen winstgroei VS en groeilanden gaan sinds april 2018 andere kant uit (augustus 2017 = 100)



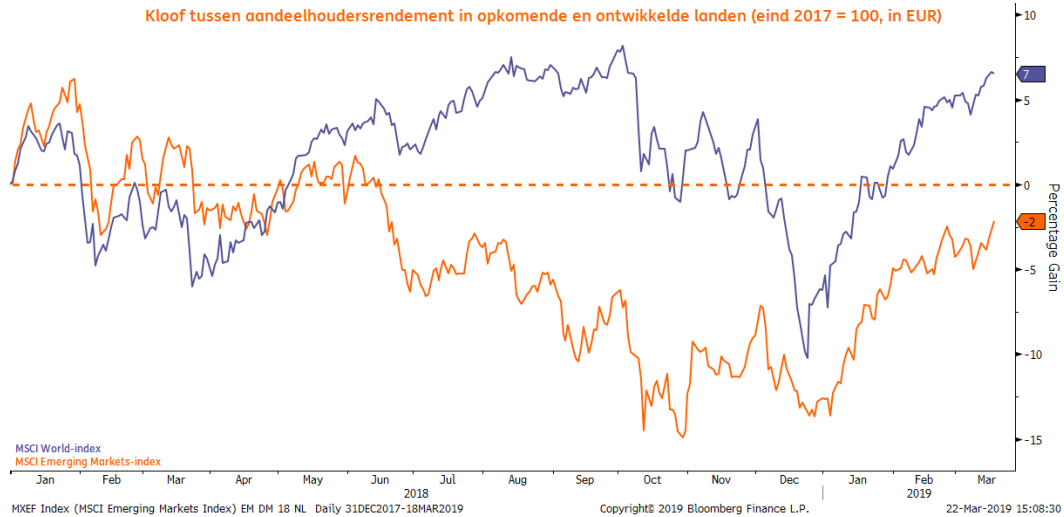
- **En dan nu het goede nieuws. Aandelen uit de groeilanden zijn minder riskant dan hun Amerikaanse tegenhangers en zijn redelijk goedkoop.** Dankzij de verkoopgolf in 2018 is het al van de financiële crisis geleden dat deze 11 biljoen USD aan aandelen nog zo goedkoop waren. Het zal wellicht geen sinecure zijn om beleggers ervan te overtuigen om louter op basis van de winstcijfers terug te keren naar de groeilanden, maar de combinatie van goedkope waarderingen en dalende volatiliteit is te mooi om te laten liggen in 2019, vooral indien er daadwerkelijk een toenadering komt in de handelsoorlog, hetgeen verwacht wordt na de recente bijeenkomst van de G20. De MSCI EM-index noteert tegen ongeveer 12 keer de verwachte winst voor de komende 12 maanden, wat net iets meer is dan het historisch gemiddelde!



- De aandelen van de groeilanden zijn met meer dan 11% (in euro) gestegen sinds eind oktober 2018 nadat de markt vernam dat president **Donald Trump een deal wil sluiten met Xi Jinping**. De twee leiders zijn een tijdelijke wapenstilstand overeengekomen op de top van de G20. Dit is van belang omdat de recente beurscorrectie deels toe te schrijven is aan de handelsoorlog, en elk signaal dat de twee grootmachten toenadering zoeken zal de risicobereidheid bij de beleggers opnieuw doen toenemen. Bovendien kunnen ze de aandelen nu oppikken tegen spotprijzen. Henry Kissinger, de 95-jarige ouderdomsdeken op het gebied van buitenlands beleid, zei dat hij "redelijk optimistisch" is dat de VS en China een

## groot conflict kunnen vermijden dat de huidige wereldorde zou doen instorten!

Kloof tussen aandeelhoudersrendement in opkomende en ontwikkelde landen (eind 2017 = 100, in EUR)



- Nu de Democraten de meerderheid veroverd hebben in het Huis terwijl de Republikeinen hun meerderheid in de Senaat behielden, is er **weinig kans dat er nog grote fiscale initiatieven zullen volgen die de rente en de dollar de hoogte injagen** en dat zal buitenlandse waarnemers die terughoudender werden ten aanzien van de groei landen — voorlopig toch — geruststellen.

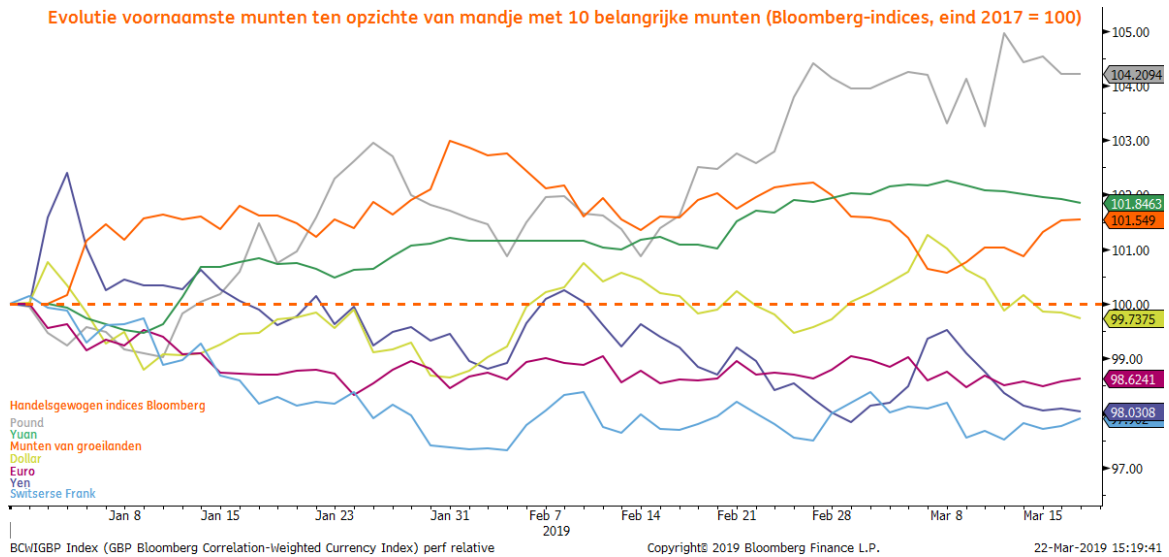
Turbulentie bij de valuta's uit de groei landen lijkt af te nemen



- De groei landen boekten ook winst omdat **er steeds meer gespeculeerd wordt dat de Federal Reserve de rente in 2019 niet zal verhogen**, waardoor de druk op de risicoactiva zal afnemen. De suggestie van Fed-voorzitter Jerome Powell dat de centrale bank de bandbreedte van de geschatte neutrale rente nadert, deed de dollar dalen ten opzichte van de piek van vorig jaar. Hierdoor zullen beleggingen uit de groei landen opnieuw wat aantrekkelijker worden nadat ze het behoorlijk moeilijk hadden door de stijgende financieringskosten in dollar.
  - **De beslissing van de Fed om een langdurige pauze in te laten in de cyclus van renteverhogingen vermindert de druk op de schouders van de centrale banken in de groei landen om de rente telkens mee te verhogen.** De centrale banken van Chili, Indonesië, Mexico, de Filipijnen, Rusland, Zuid-Afrika en Thailand zijn enkele van de centrale banken die de rente in de voorbije maanden verhoogd hebben, veelal om de stijging van de dollar ten opzichte van hun munt af te remmen. De vier

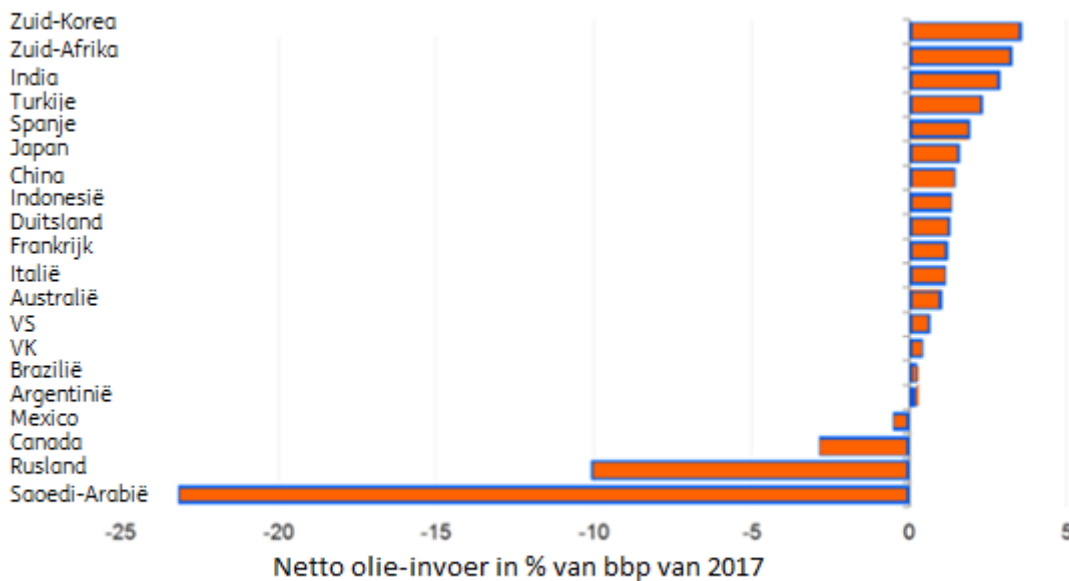
renteverhogingen van de Fed in 2018 waren een belangrijke oorzaak. Vele centrale bankiers in de groeielanden zullen een zucht van opluchting slaken nu de Fed de rente voorlopig niet meer zal verhogen en “geduldig zal zijn” met toekomstige renteverhogingen, en zich flexibel zal opstellen bij het afbouwen van de obligatiebeleggingen.

- **Valuta's uit de groeielanden die de afgelopen weken in waarde gestegen waren (+1,5% sinds het einde van vorig jaar) door de zwakkere dollar, zagen hun winsten nog aandikken na de aankondiging van de Fed.**



- Ten slotte is een **minder hoge olieprijs een zwaard dat langs twee kanten snijdt voor alle beleggingen en economieën die onder de titel ‘opkomende markten’ gecatalogeerd worden.**
  - Veel van deze landen, onder meer **Golfstaten zoals Saoedi-Arabië of Rusland, voeren energie uit en krijgen het moeilijk wanneer de prijzen dalen.**

Netto olie-invoer G20-landen in % van bbp

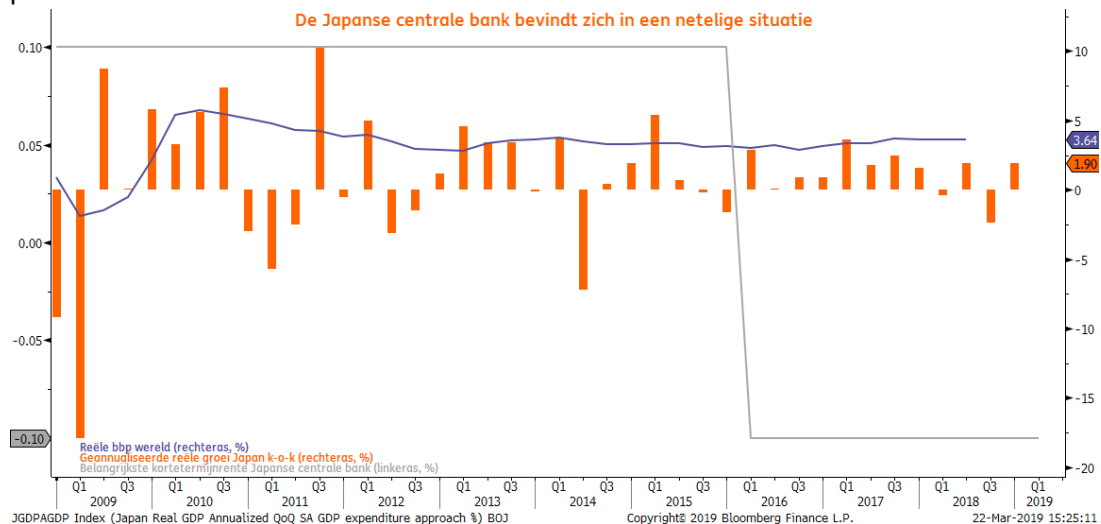


Bron: BP Statistical Review of World Energy 2018, IMF, Bloomberg Economics

- Andere landen, zoals **Turkije, India of Zuid-Afrika moeten brandstof importeren en hebben dus baat bij goedkopere energieprijzen.**

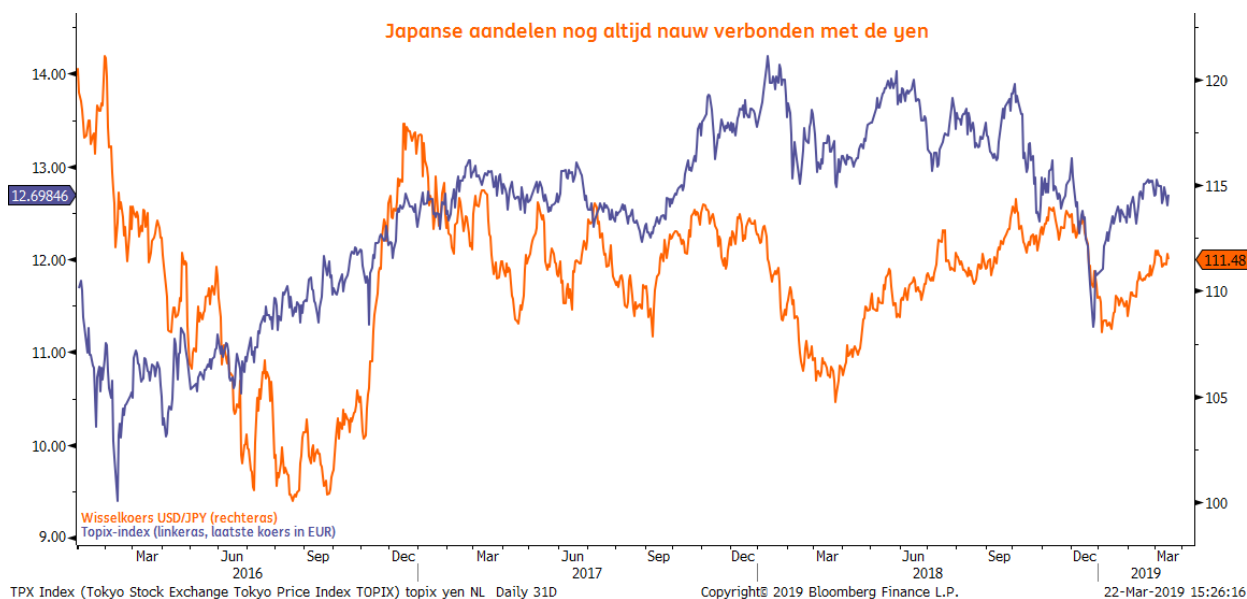
### 1.1.3 Japan : neutraal

- **Het Japanse bruto binnenlands product zal zich normaal herstellen van de dip uit het derde en vierde kwartaal van 2018** (0,1 en 0,3%, in vergelijking met 2,5% op het einde van 2018). Dit was vooral het gevolg van de grootste daling van de bedrijfsinvesteringen in negen jaar en enkele natuurrampen) en zal wellicht blijven aantrekken tot de btw-verhoging in oktober 2019.
- **Maar door het effect van de Chinese groeivertraging en de handelsspanningen zal dit herstel wellicht bescheiden blijven.** Geruchten dat president Trump voorlopig geen tarieven zal heffen op ingevoerde wagens en auto-onderdelen uit Japan maken dat een van de grootste bedreigingen voor de Japanse economie voorlopig afgewend is. Aangezien Japanse bedrijfswinsten behoorlijk cyclisch van aard zijn - op marktgewogen basis realiseren bedrijven uit de Topix-index meer dan 37% van hun omzet in het buitenland - verklaart dit waarom de Topix, die bijna 20% verloor tussen oktober en december 2018, dit jaar een winst boekt van 7% (in euro).
- Tegelijkertijd **bevindt de Japanse nationale bank zich in een netelige situatie**, en sommigen menen dat de bank de rente moet verhogen om de druk op de winstgevendheid van regionale banken te verminderen en de risico's voor het financieel systeem te beperken. Het is intussen bijna 20 jaar geleden dat Japan van start ging met zijn nulrentebeleid, een duidelijk waarschuwing voor andere banken over hoe lang een 'uitzonderlijk' monetair beleid kan duren! Maar kan de bank de rente echt verhogen als de economie niet bijster goed presteert?

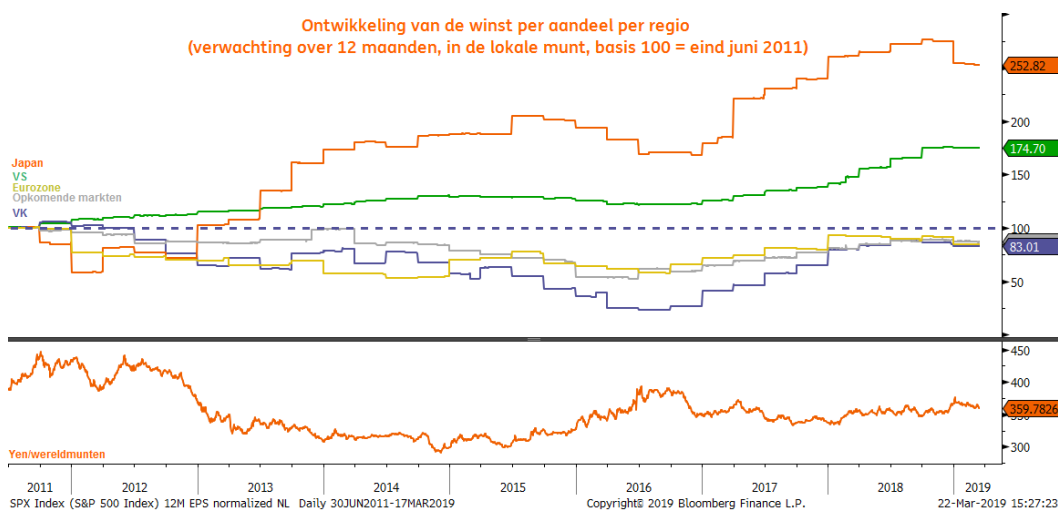


- Wat de zaken nog ingewikkelder maakt, is dat de **beslissing van de Federal Reserve om af te stappen van het pad van geleidelijke renteverhogingen in de VS het risico doet toenemen dat de yen in waarde stijgt**, vooral omdat de Bank of Japan mogelijk geen pasklaar antwoord heeft op een forse stijging van de yen.
- Een stijgende yen is uiteraard geen goed nieuws **voor de vele Japanse exportbedrijven**, vermits het de waarde van hun buitenlandse winsten vermindert.
  - Vergeet niet dat de **zwakkere yen** - onder impuls van de massale kwantitatieve versoepeling door de Japanse centrale bank — **de cruciale factor was die Japan deed**

**evoluieren van deflatie naar inflatie en die de Japanse beurs deed stijgen.** In het voorbije decennium was er een redelijk sterk verband tussen de Nikkei en de USD/JPY-wisselkoers, met een correlatie van ongeveer 0,6 in deze periode.

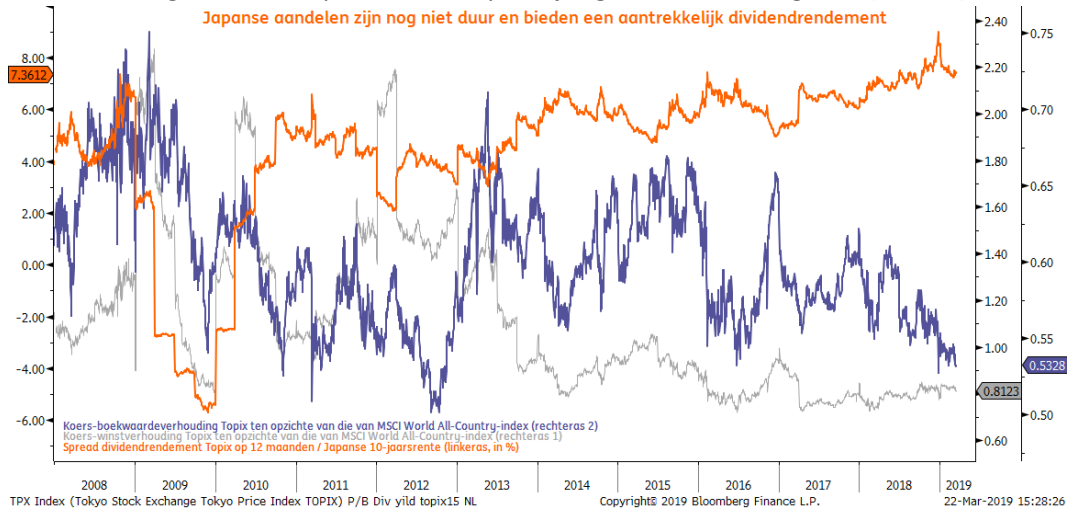


- **De gunstigere liquiditeitsituatie in Japan in vergelijking met andere regio's en de zwakkere yen verklaren waarom de bedrijven uit de Topix-index in april een totale aangepaste WPA-groei bekendmaakten van 90% ten opzichte van eind 2016.**



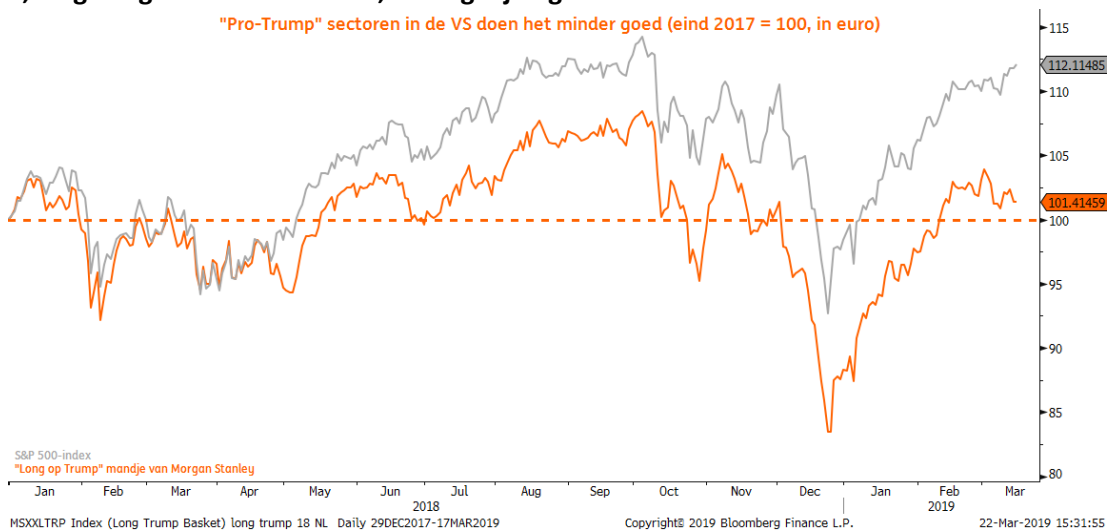
- In deze omstandigheden blijven we bij onze neutrale weging van Japanse aandelen, ook al ogen hun **waarderingsratio's op basis van de winst en het dividendrendement nog altijd aantrekkelijk**. De Topix-index noteert tegen 13,2 keer de winst van het huidige boekjaar, een daling ten opzichte van de meer dan 20 keer uit 2013 en 21% lager dan het huidige cijfer van ongeveer 16 voor de MSCI World-index. Het dividendrendement op 12 maanden (2,4%) is

circa 2,4% hoger dan de Japanse rente op tienjarige overheidsobligaties (-0,03%).



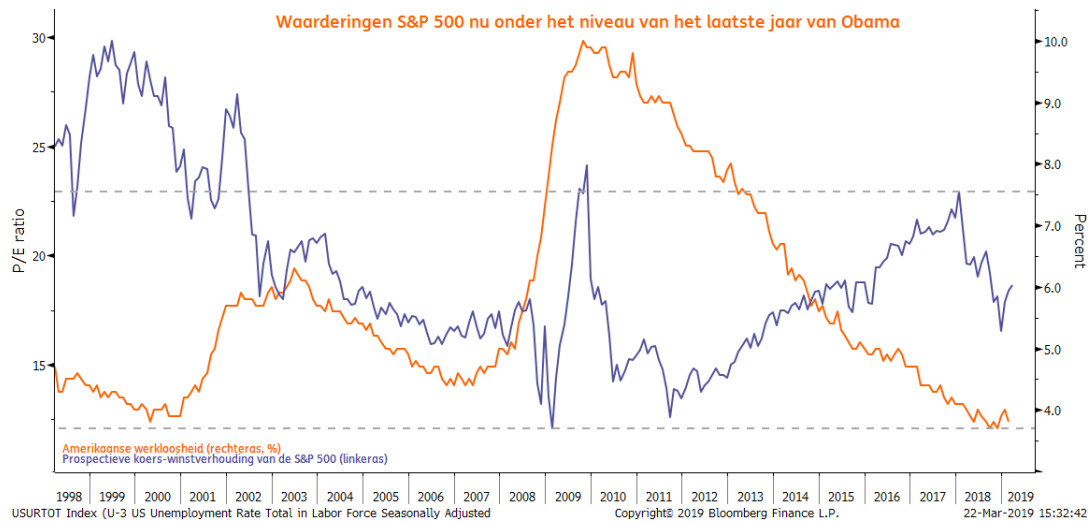
#### 1.1.4 Verenigde Staten: neutraal

- Misschien weet Donald Trump meer over de beurs dan zijn tegenstanders willen toegeven. Trump tweette op 30 oktober vorig jaar **“als je wilt dat je aandelen dalen, raad ik je van harte aan om voor de Democraten te stemmen.”** De onderliggende boodschap is dat de Democraten veel van zijn marktvriendelijke beleidsmaatregelen zouden blokkeren, terugdraaien op of een andere manier zouden hinderen. Maar velen hebben bij de tussentijdse verkiezingen inderdaad gestemd voor de Democraten, die de controle heroverden over het Huis van Afgevaardigden. Bijgevolg presteerden de ‘pro-Trump’ aandelen minder goed. In 2016 stelde Morgan Stanley een index samen met 54 bedrijven, het zogenaamde **“long-op-Trump mandje”**, die wellicht het meeste baat zouden hebben bij een verkiezingsoverwinning van Donald Trump. Deze index deed het beter dan de S&P 500 vanaf de verkiezingen tot begin 2017. Maar daarna presteerde de index in lijn met de rest van de markt tot in het eerste kwartaal, en sindsdien presteert het mandje minder goed nadat bleek dat de Democraten mogelijk het Huis zouden heroveren. Het is **met minder dan 1,5% gestegen sinds eind 2016, in vergelijking met een winst van 15% voor de S&P 500.**

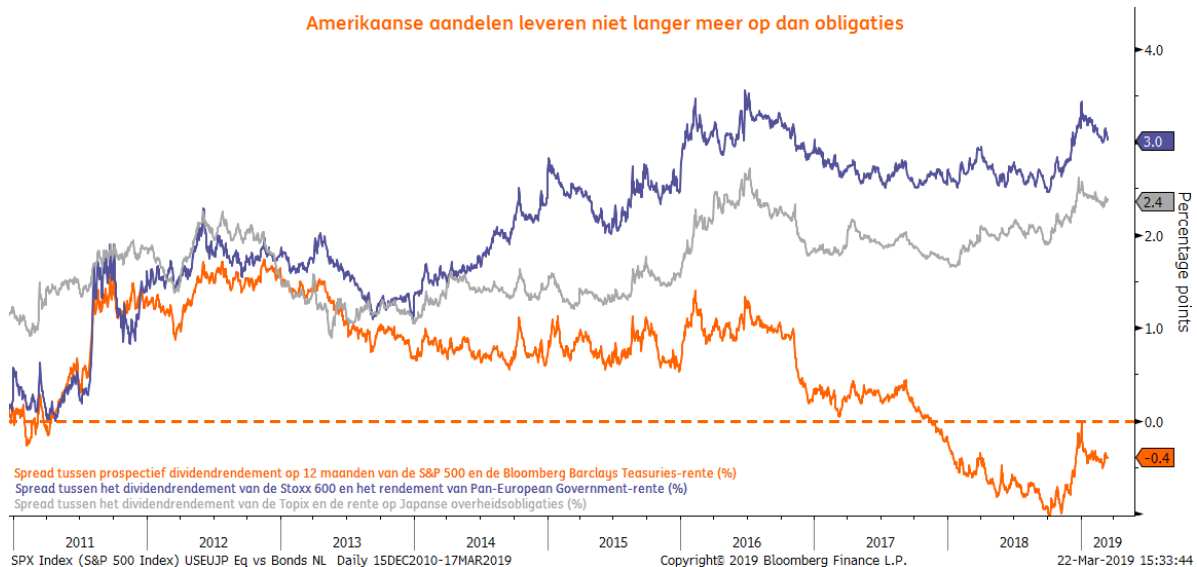


- De Trump-premie is aan het verwateren tot een aanzienlijke Trump-korting. Zijn manoeuvres in de handelsoorlog hebben geleid tot een algemeen gevoel van pessimisme ten aanzien van de economische vooruitzichten. Alles bij elkaar is **de S&P 500-index nu 11%**

**goedkoper dan voor de overwinning van Donald Trump**, en de index noteert nu tegen 16 keer de verwachte winst voor volgend jaar, een daling ten opzichte van net onder 18 in november 2016. Ter vergelijking: in de eerste twee ambtsjaren van Barack Obama stegen ze met 16%. De ongerustheid over een handelsoorlog speelde een grote rol in deze terugval. Het grootste deel van de daling van de waardingsratio's van de beurs deed zich voor tussen januari en begin februari 2018, toen president Trump duidelijk maakte dat hij zou doorgaan met de importheffingen en andere maatregelen om de handel met China en andere landen te blokkeren.

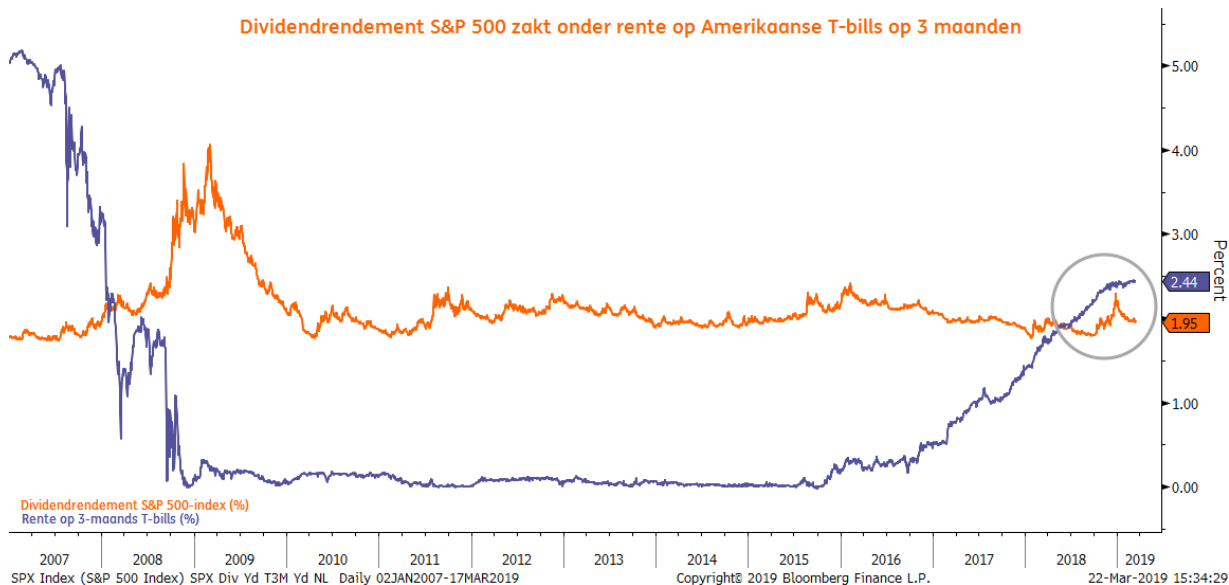


- Een ander signaal dat de waarderingen in de VS te ver vooruitgelopen zijn, is dat het verwachte dividendrendement voor de S&P 500 voor de eerste keer sinds 2011 gezakt is tot onder het rendement op Amerikaanse overheidsobligaties (-0,4%). Aandelen in Europa en Japan daarentegen leveren nog altijd een pak meer op dan hun overheidsobligaties.



- Beleggers op zoek naar inkomsten hebben nu meer dan op eender welk moment in de afgelopen tien jaar goede redenen om hun Amerikaanse aandelen in te ruilen voor overheidsobligaties. De S&P 500 sloot vorige maand af met een dividendrendement van 1,9%, of 0,40% minder dan het equivalente obligatierendement op overheidsobligaties op 3 maanden.



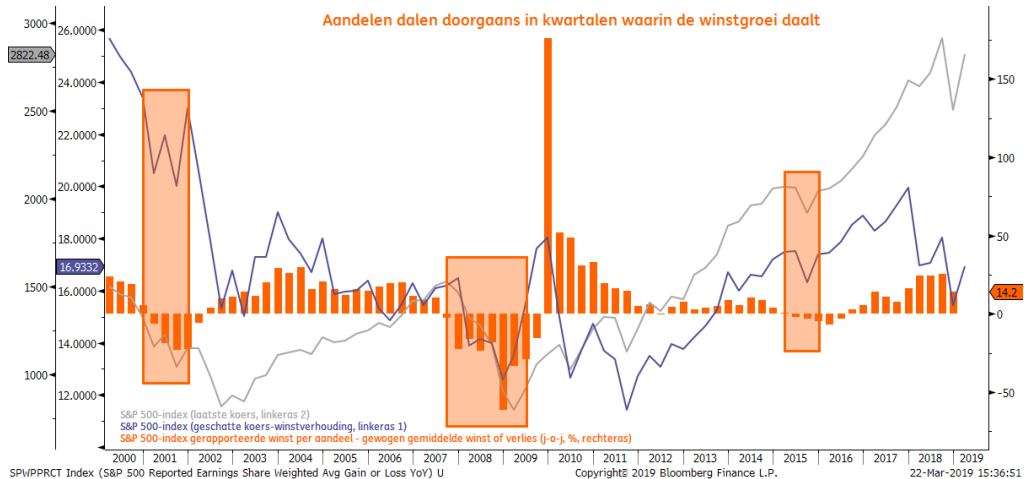


- **Het rendement op Amerikaanse aandelen in vergelijking met obligaties is te ver weggezakt.** De voor inflatie gecorrigeerde aandelenrisicopremie (2,7%), berekend vanaf het einde van de Tweede Wereldoorlog door Pacific Investment Management, bevindt zich nog altijd op een van de laagste niveaus sinds oktober 2008, toen de wereldwijde financiële crisis volop aan het woeden was.



- Hoewel er nog altijd ongerustheid heerst over de handelsoorlog, lijkt men zich steeds meer zorgen te maken over de groei omdat **de belastingverlagingen van Trump hun doel lijken voorbij te schieten.** De verlaging van de vennootschapsbelasting had zeker een positief effect op de bedrijfswinsten in 2018. De winstcijfers van de bedrijven in de S&P 500 zullen naar verwachting gestegen zijn met 20% in 2018. Maar een groot deel van deze stijging is te danken aan eenmalige effecten, en niet zozeer aan de hogere groei die Trump en zijn adviseurs beloofd hadden na de belastingverlaging. Analisten verwachten nu dat de winstgroei in 2019 zal vertragen tot 3,7%, bijna drie keer minder dan het groeicijfer dat ze in juni 2017 voorspelden, zes maanden voor de goedkeuring van de belastingverlaging. Als de winstcijfers het jaar op dit niveau starten, houdt dit een groot gevaar in! Want als men in deze fase van het jaar al minder dan 5% verwacht, krijg je aan het einde van de rit meestal een negatief cijfer, aangezien winstramingen voor het volledige jaar normaal elke maand met

circa 0,5% dalen.



- De Amerikaanse bedrijven waren de voorbije tien jaar bijzonder gul tegenover hun aandeelhouders. Sinds 2009 hebben de leden van de S&P 500 meer dan 8 biljoen USD uitgegeven aan dividenden en inkopen van eigen aandelen. Het is een van de redenen waarom deze bullmarkt de langste ooit is. Intussen zijn de beleggers sceptischer geworden, omdat veel van deze biljoenen gefinancierd werden met schulden. De mediane ratio van de nettoschuld in verhouding tot het eigen vermogen is verdubbeld van 31% in 2010 tot 61% vorig jaar. Volgens de laatste peiling van Bank of America Merrill Lynch bij fondsbeheerders, denkt 33% van de beleggers dat de **payout-ratio in de VS te hoog is**.
- Bovendien beginnen de eerste **barstjes te verschijnen in enkele belangrijke segmenten van de Amerikaanse beurs**. De Russell 2000-index die de smallcap aandelen volgt, die in theorie een van de voornaamste begunstigen zouden moeten zijn van de 'America First'-agenda van het Witte Huis omdat ze hoofdzakelijk op de binnenlandse markt gericht zijn, maakte een flinke duik. De index is met 8% (in euro) gedaald sinds augustus 2018, terwijl de S&P 500-index, vol grote multinationals, ongeveer 0,2% moest prijsgeven.

## 1.2. Stijlaanbevelingen

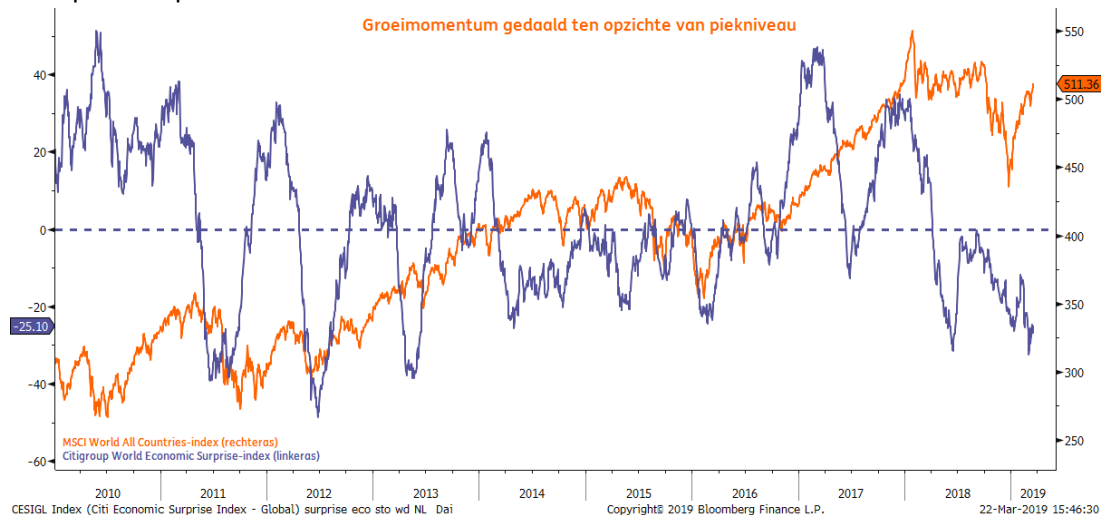
### 1.2.1 Defensieve aandelen : overweging (vs. cyclische)

- **De bedrijfswinsten en de aandelen van bedrijven die het meest gevoelig zijn voor de winstcyclus gaan de afgelopen tijd de tegenovergestelde richting uit.** Dit gebeurt niet zo vaak, maar als het gebeurt, belooft dit meestal weinig goeds.
  - **Aandelen van Amerikaanse bedrijven uit cyclische sectoren zoals de industrie, de bank- of energiesector presteren dit jaar sterk.** Het verschil tussen de MSCI US Cyclical en MSCI US Defensive sectoren, die zoals de naam doet vermoeden het relatieve rendement meet van cyclische aandelen in vergelijking met defensieve, is sinds begin januari met 8% (in euro) gestegen



- **Het probleem is dat de winstcijfers een heel ander economisch beeld laten zien.** De winsten van de S&P 500-bedrijven zullen in het eerste kwartaal met 2,7% dalen in vergelijking met de eerste drie maanden van 2018. In het begin van het kwartaal gingen analisten nog uit van een groei van 3%. Hoewel de shutdown van de overheid zeker een negatieve factor was in het eerste kwartaal, komen ook de winstverwachtingen voor het tweede kwartaal gevaarlijk dicht in de buurt van het nulpunt. Analisten denken dat de bedrijfswinsten nu slechts met 0,7% zullen stijgen in het tweede kwartaal van het jaar, een daling ten opzichte van de 3% die verwacht werd in het begin van het jaar. Het gebeurt niet vaak dat er zich een winstrecessie voordoet zonder een economische recessie, hoewel dit ook in 2015 al eens voorgevallen is!
- **Bovendien zijn de fundamenteën van de recente stijging van de cyclische aandelen mogelijk niet zo sterk als ze lijken; mogelijk probeert de markt gewoon zijn achterstand in te lopen.** Een jaar geleden zag de situatie voor cyclische en defensieve aandelen er helemaal anders uit. De Europese cyclische aandelen presteerden ongeveer 8% minder goed dan defensieve aandelen in de eerste zes maanden van het jaar, ondanks de perceptie dat de economie in goede vorm verkeerde. De daling van de cyclische aandelen zorgde voor ongerustheid over de economie. Maar mede dankzij de belastingverlagingen van president Trump, bleef de economie sterk groeien en herstelden de cyclische aandelen zich vervolgens. Deze aandelen zijn dit jaar met bijna 14% gestegen in Europa en met circa 17% in de VS (in euro), iets meer dan de rest van de markt en meer dan het rendement van 10% voor defensieve aandelen. Maar de koers-winstverhouding van de aandelen uit de MSCI US Cyclical-index noteert tegen 17 keer de winst van volgend jaar. Dit is een daling ten opzichte van 22 keer in september en minder dan de circa 17,6 keer waartegen defensieve aandelen verhandeld worden, gemeten aan de hand van de MSCI Defensive Stock-index. De waardering van cyclische aandelen is dus teruggezakt naar een vergelijkbaar niveau als de rest. Vorig jaar verdween de ontkoppeling tussen economie en conjunctuurgevoelige aandelen toen deze aandelen hun achterstand op de economie goedmaakten. Maar als ze dit keer te ver zouden vooruitlopen, zullen de gevolgen niet min zijn.
- Als de macro-economische indicatoren verder blijven verzwakken, zal dit mogelijk het startschot zal geven voor een verkoopgolf op de markten. Amper een paar maanden geleden

werd de groei van de handel gezien als een van de voornaamste oorzaken van de sterke groei van de wereldeconomie, maar nu wordt er **gevreesd dat we aan het begin staan van een wereldwijde vertraging van de handel, een gevolg van de potentiële handelsoorlogen. Aangezien de bedrijfswinsten sterk gecorreleerd zijn met de conjuncturele cyclus, zal deze evolutie mogelijk een rem zetten op de winstgroei.** Hoewel we niet denken dat een recessie in de VS voor meteen is (de kans op een recessie in de komende 12 maanden bedraagt ongeveer 24%), zullen beleggers hun blootstelling aan de Amerikaanse beurs mogelijk terugschreeven zodra de Amerikaanse bedrijfswinsten beginnen te stagneren. En aangezien Amerikaanse aandelen goed zijn voor 55% van de wereldwijde beurskapitalisatie, kan dit ook het opwaarts potentieel van de internationale aandelenindexen aantasten.



- **Om ons in te dekken tegen deze hoge risico's, blijven we defensief beleggen.** We geven de voorkeur aan defensieve sectoren (gezondheidszorg en basisconsumptie) en value-aandelen, largecaps of bedrijven met een sterke balans of lage volatiliteit, aandelen met hoge en stabiele bruto winstmarges en dividendaandelen.

### 1.2.2 Waardeaandelen: overweging (vs. groeiaandelen)

- Het slechtste vierde kwartaal voor de internationale beurzen in zes jaar was pijnlijk voor beleggers in 2018. De twijfels over de duurzaamheid van de winstgroei en de strengere financiële voorwaarden komen immers bovenop de bestaande waslijst van kopzorgen, gaande van de internationale handel tot de schulden crisis in Italië. Maar nadat ze het jaren minder goed deden dan groeiaandelen, incasseren value-beleggers, die de strategie van Benjamin Graham volgen, de mentor van Warren Buffett door via fundamentele analyse te speuren naar goedkope aandelen - **nu een hoger rendement dan beleggers in groeiaandelen.** De verhouding tussen de MSCI World Value-index en de MSCI World-index is sinds september 2018 opnieuw aan het stijgen, nadat het onder het cijfer van december 1975 was gezakt. In 2000 zagen we een vergelijkbare opmars, nadat het uiteenspatten van

de internetzeepbel bijna twee decennia aan winsten uitwiste.

Value-aandelen presteren voor de derde keer sinds begin jaren 2000 beter dan groeiaandelen (eind 1975 = 100)

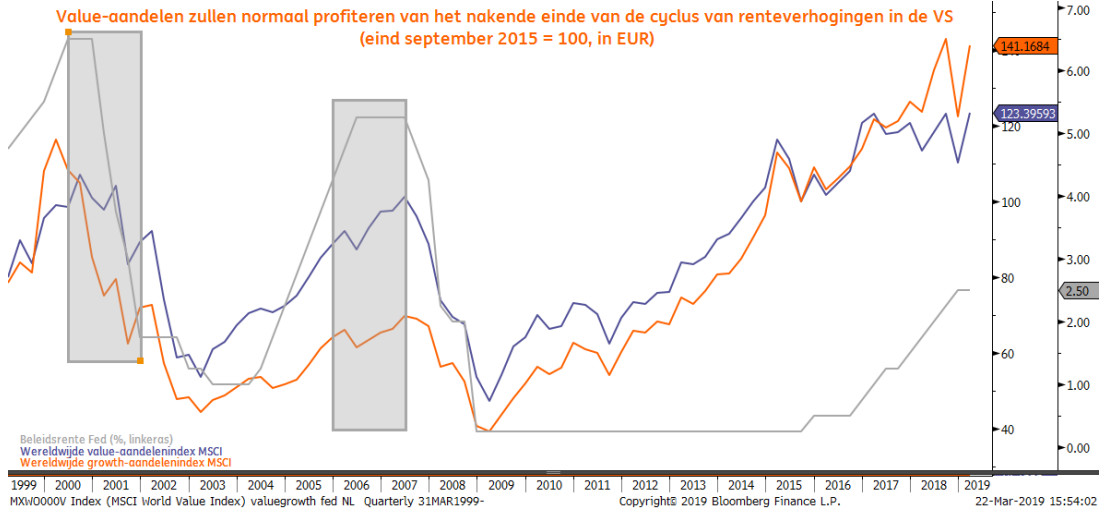


- Het goede nieuws voor de value- of waarde aandelen (aandelen met een relatief lage koers-winstverhouding en een goed trackrecord van stabiele dividenduitkeringen) is dat ze weliswaar beter gepresteerd hebben dan de rest van de markt in de voorbije beurscorrectie, maar dat ze op langere termijn nog een aanzienlijke achterstand in te halen hebben. Sinds begin 2000 deden Europese waarde aandelen het 45% minder goed (in euro) dan de rest van de internationale aandelenmarkt. Nadat ze gedurende het grootste deel van 2016 meevolueerden met de stijgende rente op Amerikaanse overheidsobligaties, **zijn de value-aandelen nog altijd niet ver verwijderd van het dieptepunt van tijdens de internetzeepbel ten opzichte van sneller groeiende bedrijven (groeiaandelen) zoals de technologie reuzen.** Dit betekent dat ze een groot stijgingspotentieel hebben!



- Het is enigszins verrassend dat deze ratio zich niet vroeger hersteld heeft, aangezien er doorgaans een sterke positieve correlatie is tussen de relatieve prestaties van waarde- vs. groeiaandelen enerzijds en de evolutie van de rente op obligaties anderzijds: **waarde aandelen doen het normaal goed in periodes waarin de rente stijgt.** De negen renteverhogingen van de Federal Reserve (in december 2015, december 2016, maart 2017, juni 2017, december 2017, maart 2018, juni 2018, september 2018 en december 2018)

hebben ertoe bijgedragen dat waarde aandelen beter doen dan de groeiaandelen.



- **Kers op de taart is dat value-aandelen zelden zo aantrekkelijk waren vanuit relatief oogpunt, vermits hun verwachte koers-winstverhouding 40% goedkoper is dan groeiaandelen in Europa en 30% goedkoper in de VS.**

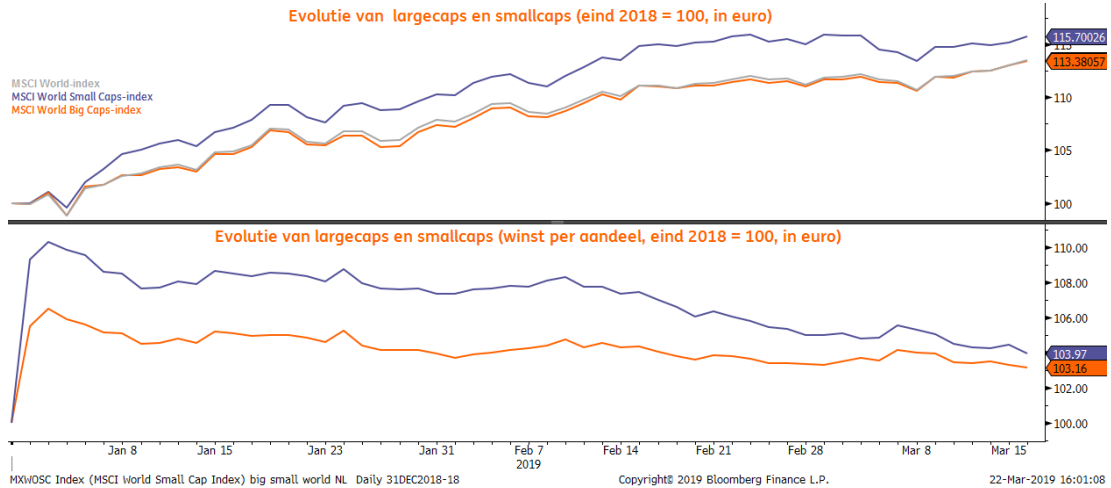


- Hoewel we ten slotte niet meteen een recessie verwachten, is het meestal zo dat in een gevorderde fase van de cyclus **een lage bèta en een value-gerichte beleggingsstijl hét recept zijn voor een veerkrachtige aandelenportefeuille.**

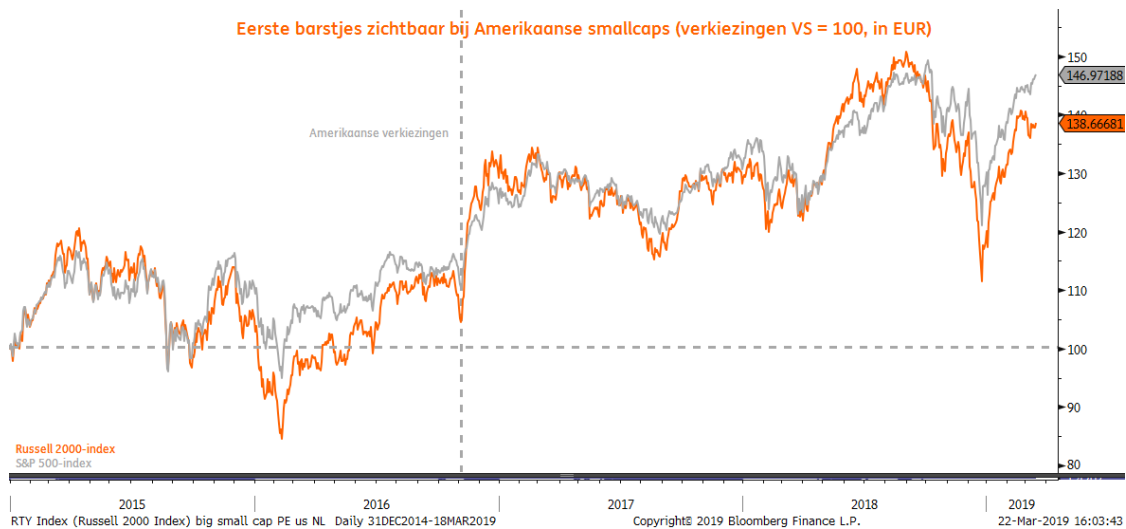
### 1.2.3 Largecaps: overweging (ten opzichte van smallcaps)

- **Smallcaps zijn een van de best presterende segmenten van de markt, terwijl iedereen het nochtans eens is dat we ons in een gevorderde fase van de cyclus bevinden.** Deze aandelen zijn in 2019 met meer dan 15% (in euro) gestegen, en doen op die manier 2,2% beter dan de largecapaandelen. En dat terwijl de winstvooruitzichten voor de MSCI World Small Cap-index met 6,2% verlaagd werden, in vergelijking met ongeveer 3,3% voor de MSCI World Big Cap-index. Beleggers zijn met andere woorden bereid om meer risico's te nemen

met daartegenover een relatief lager rendement.



- **We blijven bij onze voorkeur voor internationale largecaps, vooral uit de VS, omdat we denken dat de discrepantie die sinds mei 2018 zichtbaar is, waarbij riskantere Amerikaanse beleggingen meer opleveren dan de rest van de wereld, niet houdbaar is, en omdat de eerste barstjes beginnen te verschijnen in enkele belangrijke segmenten van de Amerikaanse markt, met name bij de kleinere bedrijven.**
  - **De Russell 2000-index** die de Amerikaanse smallcap aandelen volgt, die in theorie een van de grootste begunstigen zouden moeten zijn van de America First-agenda van het Witte Huis omdat ze hoofdzakelijk op de binnenlandse markt focussen, maakte een flinke duik. De index is met **8% (in euro) gedaald** ten opzichte van augustus 2018, terwijl de S&P 500-index, met de grote multinationals, ongeveer 0,1% moest prijsgeven.



- Misschien zijn deze trends een vroeg signaal dat beleggers rekening houden met de mogelijkheid dat het ondernemingsvriendelijke beleid van Trump afgeblokt zal worden door het **Congres dat voortaan door de Democraten gecontroleerd wordt**. Dit beleid kwam vooral de kleinere ondernemingen en financiële instellingen ten goede, met onder meer deregulering en lagere belastingen. Gezien het grote begrotingstekort zijn nieuwe stimuleringsmaatregelen om de groei aan te zwengelen eerder onwaarschijnlijk. De (winst)prognoses hoeven dus niet naar boven bijgesteld te worden.

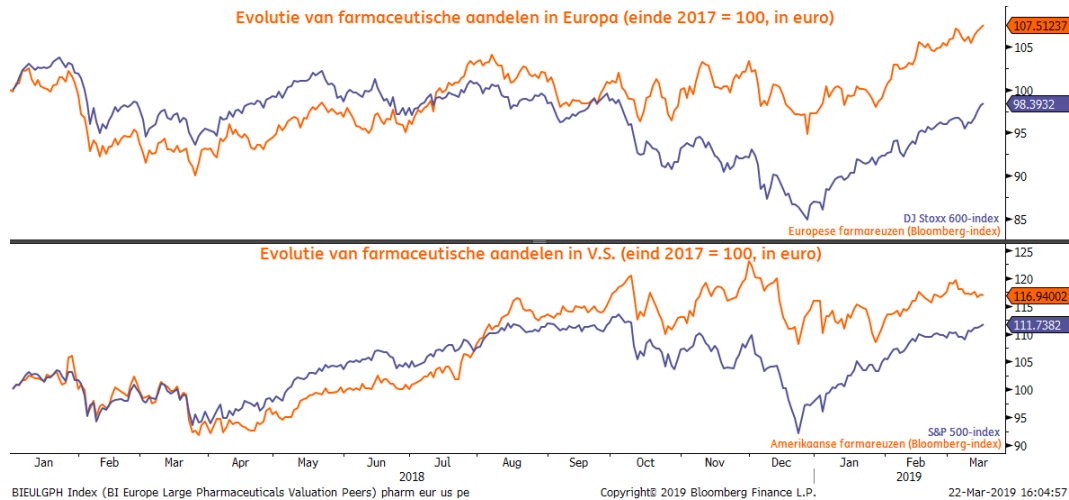
- Er zijn nog een aantal **andere factoren** waardoor beleggers eerder op hun hoede zijn voor kleinere aandelen in vergevorderde fases van de economische en beleggingscyclus:
  - Kleinere bedrijven hangen vaak meer af van een sterke economische groei en zien meer af tijdens periodes van economische achteruitgang.
  - Wanneer de markten dalen, dalen small- en midcaps sneller en scherper door hun lagere liquiditeit en het gebrek aan kopers.
  - Small- en midcaps zijn doorgaans volatieler aangezien hun winstcijfers sterker schommelen dan die van grote multinationals.

## 1.3 Sectoraanbevelingen

### 1.3.1 Wereldwijde sectoraanbevelingen:

#### 1.3.1.1 Gezondheidszorg: overweging

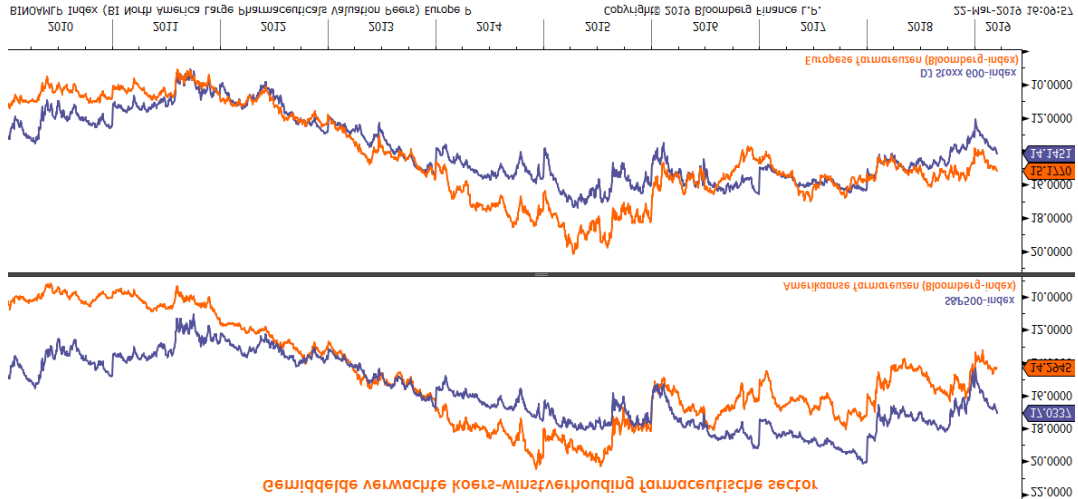
- De cyclische sectoren mogen dan wel beter presteren sinds eind vorig jaar, maar de gezondheidszorg is nog altijd de best presterende sector van de wereld op langere termijn. **De zwakkere euro, de afgezwakte plannen van de Amerikaanse regering om de prijzen van geneesmiddelen aan te pakken en de vrees dat we aan het begin staan van een achteruitgang van de wereldhandel vanwege de potentiële handelsoorlogen**, hebben de sector van de gezondheidszorg uit een lange winterslaap doen ontwaken, en met name de farmaceutische bedrijven, die respectievelijk 9% en 5% (in euro) beter presteren dan de DJ Stoxx 600-index en de S&P 500-index sinds eind 2017.



- Het defensieve karakter van deze bedrijven doet hen opnieuw op de radar van beleggers verschijnen vermits ze doorgaans die bedrijven belonen die het meeste cash uitkeren en speuren naar aandelen die goedkoop gewaardeerd zijn in verhouding tot hun winstcijfers. De groep noteert nu in Europa tegen een **verwachte K/W van circa 15,3**, en tegen een relatieve K/W ten opzichte van de Stoxx 600 van amper 1,1 (tegenover 0,86 in de VS). Vergelijk dit met



de piek van 1,25 in september 2014 en een dieptepunt van 0,94 eind 2016.



- **Geen sector die zo goed stand houdt in turbulente tijden als de gezondheidszorg.** Als we drie decennia terugkeren in de tijd waren er vier periodes waarin de koersen sterker op en neer gingen dan de gemiddelde volatiliteit op dertig jaar. Dit waren de 12 maanden tot 31 december 1990, de zeven jaar tussen 1997 en 2003, de zes jaar tussen 2007 en 2012, en uiteraard de tweede helft van vorig jaar. De meer dan 60 beursgenoteerde bedrijven van de S&P 500 Health Care-benchmarkindex waren de enige die in al deze periodes constant tot de winnaars van de markt gerekend konden worden, aldus gegevens van Bloomberg. De stijgende vraag naar medische producten en diensten, los van de economische conjunctuur, militaire conflicten en politieke chaos, verklaart waarom beleggers in de gezondheidszorg de dagelijkse tweets van Donald Trump en zijn douanetarieven op de handel met Canada, China, Mexico en de EU gerust naast zich neer kunnen leggen.
- Bovendien maakt de **vergrijzing van de bevolking** in de VS en andere landen dat hun geld veilig is in deze sector. Volgens het Amerikaanse Census Bureau was 15,6% van de Amerikaanse bevolking 65 of ouder in 2018, een stijging ten opzichte van 12,7% tien jaar geleden. Wereldwijd was 9,1% van de bevolking 65 of ouder in 2018, en het Census Bureau verwacht dat dit tegen 2024 zal stijgen tot 10,2%, een stijging van 2,6% ten opzichte van 2009.