



R-co Club, gepositioneerd om gebruik te maken van een alternatief scenario

De actualiteit en continue stroom aan politieke nieuwsberichten liet de financiële markten in de afgelopen maanden niet onberoerd en zorgde voor een flinke toename van de volatiliteit tijdens de zomerperiode. In deze context, lichten Didier Bouvignies en Ludivine de Quincerot hun strategie toe.



Didier Bouvignies

General partner & CIO
en Portfolio Manager
Rothschild & Co
Asset Management Europe



Ludivine de Quincerot

Portfolio Manager
& Wordvoorstelster
Rothschild & Co
Asset Management Europe

Op politiek en geopolitiek niveau bleef de escalatie van de Chinees-Amerikaanse handelsoorlog beleggers de hele zomer ernstige zorgen baren. Het beleid van de nieuwe Britse premier Boris Johnson en de toenemende kans op een harde *Brexit* deden daar nog een schepje bovenop. De gebeurtenissen in Hongkong en in Argentinië wakkerden de onrust verder aan. De economische cijfers van de Verenigde Staten, die tot nu toe enige weerstand aan de wereldwijde vertraging leken te bieden, bleken uiteindelijk tegen te vallen. De Markit PMI Manufacturing index eindigde onder de 50 en ook de dienstensector lijkt inmiddels besmet te geraken.

In deze roerige omgeving hebben beleggers zich massaal gericht op de meer “zekere” effecten, staatsobligaties voorop. Deze lieten echter een duizelingwekkende koersdaling zien (+/- 50 basispunten voor de Bund en de 10-jarige T-Bills), waardoor de 30-jarige Duitse staatsleningen in negatief territorium werden meegesleept en het een omkering van de Amerikaanse rentecurve veroorzaakte. Volgens het voorspellingsmodel van de Fed, versterkte dit de mogelijkheid van een recessie verder tot ongeveer 30%. Ook de goudkoers, die zeer gevoelig is voor spanningen, steeg sinds het begin van het jaar met 20% en goudmijnen met 40%.

De schijnbare veerkracht van de aandelenmarkten in deze periode toont echter een duidelijk verschil tussen de sectoren. De meest defensieve sectoren (gezondheidszorg, collectieve dienstverlening, niet-duurzame consumptiegoederen) zagen hun waarderingen toenemen als gevolg van de rentedalingen en dankzij hun gelijkmatige resultaten. Daarentegen werden andere sectoren stevig geraakt. Denk daarbij aan sectoren waarvan de middellangetermijnresultaten veel gevoeliger zijn voor conjunctuurschommelingen en rentetarieven (industriële goederen, constructie, banken), of waarvan het businessmodel vanwege de stevige economische vertraging (auto-industrie, media) herzien zou moeten worden.

R-co Club

R-co Club is een flexibel multi-asset fonds dat zonder geografische beperkingen in aandelen- en obligatieproducten belegt. Het beheer van R-co Club is gebaseerd op fundamentele convicties gericht op het genereren van middellangetermijnrendementen door te profiteren van risicopremies en het mogelijke opwaartse potentieel van de grote activaklassen.

Binnen de aandelenportefeuille wordt bij de effectenkeuze de voorkeur gegeven aan effecten met aantrekkelijke waarderingen voor wat betreft hun rendementsperspectief. In het obligatie gedeelte wordt er gekozen voor een gediversifieerd aantal emittenten en een flexibele benadering van duration en allocatie.

De beheerfilosofie berust op uitgesproken beleggingsbeslissingen. Daarbij lopen we niet achter de mode aan en gaan we soms zelfs tegen de consensus in.

Binnen deze context waren de prestaties van R-co Club tegenvallend. Onze blootstelling aan Italiaanse en Spaanse obligaties met middellange looptijden (die een uitzonderlijke daling van 160 basispunten in drie maanden noteerden), heeft de negatieve gevolgen van de negatieve modified duration (via shorts op Duitse obligaties) niet kunnen compenseren. De overweging in aandelen droeg maar weinig bij, aangezien wij voornamelijk belegd zijn in effecten met vrij lage waarderingen die niet, net als groeiwaarden, van de renteverlaging profiteerden.

Momenteel dringen zich voor “asset allocators” twee vragen op. Kunnen we op macro-economisch niveau een recessie vermijden? En, vanuit een beheeroogpunt: welk effect heeft nog een significant winstpotentieel in zich, gezien de huidige waarderingsniveaus?

Argumenten vinden die de theorie ondersteunen volgens welke een ommekeer in het activiteitsniveau op wereldschaal vermeden kan worden, blijkt momenteel bijzonder moeilijk. Zonder de hiervoor besproken waarschuwingssignalen

“De escalatie van de Chinees-Amerikaanse handelsoorlog bleef beleggers de hele zomer ernstige zorgen baren...”

te negeren, kunnen we een aantal elementen noemen die erop wijzen dat er, buiten de politiek (een niet te verwaarlozen aspect), een manier bestaat om een gematigde groei te handhaven, om zo tot een normalisering van de waardering van de diverse activaklassen te komen.

Laten we eerst kijken naar de betekenis van de beweging van de rentecurve. Historisch blijkt dat een omkering van de rentecurve, met een voorspelbaarheid van 7 op de 10 keer, een recessie indicator is. In de huidige situatie deed deze omkering zich echter voor zonder sprake van een sterke stijging van de basisrentetarieven. Het vermogen van de huishoudens om hun schulden af te lossen is daardoor vrijwel intact gebleven, evenals voor het niveau van bedrijfsinvesteringen en de activiteiten in de bouwsector. De omkering is het gevolg geweest van de verlaging van de langetermijnrentes en heeft dus geen recessief karakter zoals we het in het verleden hebben kunnen meemaken. Ook heeft de omkering geen gevolgen gehad voor de vastgoedsector, zoals we die uit vorige periodes van monetaire krapte kennen en die toen tot een omkering van de rentecurves had geleid.

Ten tweede, alhoewel vrijwel alle vertrouwensindexen van de bedrijfsleiders uit de industriële sector naar beneden worden bijgesteld, constateren we dat de dienstensector, vooral in Europa, getuigt van een aanhoudende veerkracht. Dat zorgt ervoor dat het risico op besmetting wordt uitgesteld. Dankzij de dalende grondstofprijzen, de voortdurende baancreaties en de stijgende

salarissen profiteren de huishoudens daarnaast van een positieve koopkrachtontwikkeling. In tegenstelling tot wat we aan het einde van de vorige cycli zagen gebeuren, is deze koopkracht niet volledig benut geweest, waarop de spaarrentes van een aantal grote landen zijn verhoogd (8,5% aan beschikbare inkomsten in de Verenigde Staten, 18% in Duitsland en 14% in Frankrijk).

Ten derde, ook al blijven beide partijen in de Chinese-Amerikaanse handelsoorlog onwrikbaar vasthouden aan hun standpunten, mogen we niet vergeten dat het tijdens onderhandelingen gebruikelijk is je tanden te laten zien voor dat er concessies worden gedaan. Donald Trump heeft met het flinke tekort op de handelsbalans met China een niet te verwaarlozen troef in handen maar de Chinezen profiteren met het levenslange mandaat van Xi Jinping dan weer van de tijdfactor. De Amerikaanse president moet in 2020 immers herkozen worden.

“Dankzij de dalende grondstofprijzen, de voortdurende baancreaties en de stijgende salarissen profiteren de huishoudens van een positieve koopkrachtontwikkeling...”



Ten slotte zorgt het uiterst accommoderende beleid van de centrale banken ervoor dat de kosten van schulden voor zowel huishoudens als voor staten lager uitvallen. Overheidsuitgaven dragen nu al positief bij aan de groei, een fenomeen dat mogelijk nog versterkt wordt door de negatieve rentes. Dit leidt tot de vraag of de criteria van Maastricht herzien moeten worden. Zo ziet Duitsland zich momenteel geconfronteerd met een technische recessie die grotendeels gelinkt is met de blootstelling van het land aan de dynamiek van de wereldhandel en de problemen in de automobielsector. Het land zou zo de inrichting van stimuleringsmaatregelen kunnen overwegen.

In deze context blijkt de zoektocht naar de geschikte activa een ingewikkelde oefening. In periodes van omkering van de rentecurve bieden obligaties traditioneel gezien het meeste potentieel, zoals we bijvoorbeeld in 2007, 2001 en 1993 zagen. De nominale rente op Duitse staatsobligaties bedraagt momenteel echter -0,7% en de reële rente -1,6%, tegen een nominale rente van rond de 4,5% in 2007 en 5% in 2001.

Op de aandelenmarkten zijn de risicopremies evenredig toegenomen met de rentedalingen, en nadert de excess return op dividenden in vergelijking met de vergoeding op Duitse 10-jaars obligaties 4,5%. Dit verschijnsel doet zich nog duidelijker voor op de aandelenmarkten zelf waar bedrijven excess returns op dividenden aanbieden van meer dan 7%. Of deze zich zullen herhalen blijft echter twijfelachtig vanwege ofwel

de sterke blootstelling aan de conjunctuur van deze bedrijven, of de onzekerheid over de duurzaamheid van hun business models.

Tot slot moet een belegger over het algemeen voorzichtig zijn met bewegingen van significante stromen. Sinds begin dit jaar nam het vermogen van obligatiefondsen en ETF's wereldwijd met 330 miljard dollar toe terwijl dat van aandelenfondsen gedurende dezelfde periode met 200 miljard afnam, terwijl 30% van de staatsschulden wereldwijd en 60% van de staatsschulden in de eurozone tegen negatieve rentes verhandeld worden.

In periodes van grote onzekerheid is het altijd verleidelijk het risiconiveau te verlagen. Daarmee zou men echter voorbijgaan aan het feit dat deze cyclus al een groot aantal onzekere fases kende. Verkopen uit paniek is over het algemeen een kostbare aangelegenheid. Ook al nu uit recente publicaties blijkt dat de mogelijkheid van een recessie steeds aannemelijker wordt, mogen we niet vergeten dat in de afgelopen jaren, en vooral in 2016, de vrees voor het einde van de, in 2009 begonnen wereldwijde groeicyclus, al veelvuldig de kop opstak. Het lijkt ons dan ook voorbarig om voor

“Het lijkt ons voorbarig om voor een defensievere positionering te kiezen...”

(1) Bron: Bank of America Merrill Lynch, 29/08/2019



een defensievere positionering te kiezen, wat zou betekenen dat wij gezien de huidige waardering van de verschillende activa het monetaire deel in onze portefeuille zouden moeten verhogen.

Deze beleggingscategorie brengt in tegenstelling tot obligaties geen risico op koersdaling met zich mee in geval van verbeterende omstandigheden. Toch heeft deze categorie te lijden onder een negatief actueel rendement en verliest ze de vergelijking met Europese aandelen waarvan de koers/winstverhouding van 13 keer een dividend van bijna 4% zonder extra uitkeringen mogelijk maakt (rekening houdend met het terugkopen van aandelen), in aanvulling op een sterk potentieel in een omgeving waarin de gemoederen zullen bedaren. Laten we ook niet vergeten dat de Europese aandelenmarkten de laatste vier jaar, ondanks de groei, de afgenomen werkloosheid en de verlaging van de belangrijkste rentetarieven, vrijwel zijn gestagneerd.

Tot besluit, in het huidige pessimistische klimaat kunnen deze argumenten zeker als tegendraads worden beschouwd. In een scenario van een afnemende van de zorgen over het Chinees-Amerikaanse handelsconflict, dat er initiatieven tot stimuleringsmaatregelen worden ontwikkeld, en meer in het algemeen, wanneer de consument de middelen heeft om het moreel van de industrie op te vijzelen, kunnen deze argumenten toch positieve prestaties laten zien.

In tegenstelling tot de consensus waarbij de rentes niet meer zullen stijgen, kiest R-co Club dan ook voor een alternatief scenario waarin het ergste wordt vermeden.

“Wij geven de voorkeur aan Europese effecten, waarbij we de nadruk leggen op effecten van grote kapitalisaties met lagere waarderingen...”

Voor ons aandelengedeelte geven wij de voorkeur aan Europese effecten, waarbij we de nadruk leggen op effecten van grote kapitalisaties met lagere waarderingen. Deze waarderingen lijken ons aantrekkelijk, zowel vanuit historisch oogpunt als relatief gezien ten opzichte van andere activaklassen. Dit geldt zeker voor een omgeving waarin er geen echte veilige havens meer bestaan.

De blootstelling aan de conjunctuur van de nieuwe posities die we in 2019 aan de portefeuille hebben toevoegt, zijn gezien de vooruitgang van de economische cyclus echter minder groot dan die van de posities die we tussen 2012 en 2017 in portefeuille hadden, terwijl de herstructureringsmogelijkheden onveranderd blijven. In feite zal de verbetering van hun resultaten meer het gevolg zijn van de ontwikkeling van hun concurrentiepositie en een betere operationele efficiëntie, dan van een versnelling van de groei van hun eindmarkten. ■

Geschreven op 2 september 2019

Prestaties	2019	2018	2017	2016	2015	2014	5 jaar	Volatiliteit 1 jaar
R-co Club	4,0%	-12,7%	10,3%	-0,6%	8,1%	2,6%	7,4%	11,9%
40% Euro EMTS Global + 30% Euro Stoxx [®] Dividendes Réinvestis ^(c) + 20% MSCI Daily Total Return Net World Ex EMU \$ converti en € + 10% EONIA	12,8%	-4,1%	5,3%	5,1%	6,2%	10,8%	30,5%	7,2%

Bron: Rothschild & Co Asset Management Europe, 30/08/2019



Aanbevolen beleggingsduur: 5 jaar

Het risico van deze icbe is vastgesteld op niveau 5 (met een volatiliteit van 10% tot 15%) en weerspiegelt voornamelijk een discretionair beheersbeleid op aandelen- en obligatiemarkten. De historische gegevens die voor de berekening van deze theoretische indicatie werden gebruikt, vormen geen betrouwbare indicatie voor het toekomstige risicoprofiel van de icbe. De risicocategorie die aan deze icbe is toegekend, wordt niet gegarandeerd en kan in de toekomst naar boven of beneden worden bijgesteld. De laagste categorie betekent niet dat er geen

sprake is van risico. Het kapitaal van de icbe is niet gegarandeerd. Andere belangrijke risicofactoren waarmee de indicator onvoldoende rekening houdt, zijn: kredietrisico, liquiditeitsrisico, en technische invloeden zoals het gebruik van derivatenproducten. Het optreden van een van deze risico's kan een daling van de intrinsieke waarde van de icb tot gevolg hebben. Voor meer informatie over het risiconiveau en de belangrijkste factoren die bij de berekening daarvan worden gebruikt, verwijzen wij u naar het prospectus.

Waarschuwingen

De commentaren en analyses in dit document worden louter ter informatie verstrekt en vormen geen beleggingsaanbeveling of -advies. Rothschild & Co Asset Management Europe kan niet aansprakelijk worden gesteld voor beslissingen die worden genomen op basis van elementen in dit document of die erop zijn geïnspireerd (gehele of gedeeltelijke reproductie verboden behoudens voorafgaand akkoord van Rothschild & Co Asset Management Europe). Indien externe gegevens worden gebruikt in het onderhavige document, zijn deze gegevens afkomstig van bronnen die betrouwbaar worden geacht, maar waarvan de nauwkeurigheid of de volledigheid niet zijn gegarandeerd. Rothschild & Co Asset Management Europe heeft de informatie in dit document niet onafhankelijk gecontroleerd en kan dus niet aansprakelijk worden gesteld voor fouten of weglatingen, noch voor de interpretatie van de informatie in dit document. Deze analyse is enkel geldig op het moment waarop het onderhavige rapport werd opgesteld.

De hierboven vermelde beleggingsvennootschap met veranderlijk kapitaal (BEVEK) zijn instellingen naar Frans recht en vallen onder het toezicht van de Autorité des marchés financiers (AMF). Aangezien de icb's in het buitenland kunnen worden geregistreerd met het oog op de actieve commercialisering ervan, moet elke belegger nagaan in welke rechtsgebieden de icb's daadwerkelijk zijn geregistreerd. Voor elk betrokken rechtsgebied wordt de belegger verzocht de specifieke regels in elk land na te gaan, die worden vermeld in het hoofdstuk "Administratieve kenmerken". Dit document wordt uitgegeven door Rothschild & Co Asset Management Europe, een erkende maatschappij voor portefeuillebeheer die geregistreerd staat onder het nummer GP-17000014 en onder het toezicht van de Autorité des marchés financiers (www.amf-france.org) valt. De erin opgenomen informatie mag niet worden verspreid in de Verenigde Staten en vormt geenszins een uitnodiging voor inwoners van de Verenigde Staten en door hen gemachtigde personen. De deelnemingsrechten of aandelen van de icb's zijn niet en zullen niet in de Verenigde Staten worden geregistreerd overeenkomstig de gewijzigde US Securities Act van 1933 (hierna de "Securities Act" genoemd) en zijn niet en zullen niet worden toegelaten krachtens enige andere wet van de Verenigde Staten. De deelnemingsrechten of aandelen van de vermelde icb's mogen niet in de Verenigde Staten (met inbegrip van hun gebiedsdelen en bezittingen) worden aangeboden, verkocht of overgedragen, noch direct of indirect ten gunste komen van een US Person (in de zin van "regulation S" van de Securities Act) en daarmee gelijkgestelde personen, zoals bedoeld in de Amerikaanse "HIRE"-wet van 18 maart 2010 en de FATCA-wet. De informatie in dit document is geen beleggingsadvies, beleggingsaanbeveling of fiscaal advies. Het is niet omdat informatie over de BEVEK in het document is opgenomen, dat de betreffende BEVEK geschikt is voor de behoeften, het profiel en de ervaring van iedere belegger. In geval van twijfel over de verschaft informatie of de geschiktheid van de BEVEK voor uw persoonlijke behoeften en voordat u beslist om te beleggen, raden wij u aan contact op te nemen met uw financieel of fiscaal adviseur. Het kopen van deelnemingsrechten of aandelen van een icb is niet zonder risico. Lees aandachtig het prospectus, in het bijzonder het deel over de risico's, en het document met essentiële beleggersinformatie (EBI) alvorens in een BEVEK te beleggen. De intrinsieke waarde (IW) / netto-inventariswaarde (NIW) is te vinden op de website www.am.eu.rothschildandco.com.

Merk op dat vroegere prestaties van de BEVEK die in dit document vermeld worden niets zeggen over de toekomstige prestaties en bijgevolg een verkeerde indruk kunnen geven. Die prestaties zijn niet constant in de tijd. De waarde van de beleggingen en de daaruit voortvloeiende inkomsten kan zowel stijgen als dalen en is niet gewaarborgd. Het is dus mogelijk dat u uw inleg niet volledig terugkrijgt. Wisselkoersschommelingen kunnen de waarde van de beleggingen en de daaruit voortvloeiende inkomsten doen stijgen of dalen wanneer de basisvaluta van de icb verschilt van de valuta van uw land van verblijf. Icb's waarvan het beleggingsbeleid gericht is op gespecialiseerde markten of sectoren (zoals de opkomende markten) zijn doorgaans volatieler dan gediversifieerde en algemenere fondsen. De schommelingen kunnen bij een volatie icb erg sterk zijn en de waarde van de beleggingen kan dan ook snel en fors dalen. De vermelde rendementen houden geen rekening met eventuele kosten en commissies die geïnd worden bij de inschrijving op en de verkoop van deelnemingsrechten of aandelen van de betreffende icb's. De vermelde portefeuilles, producten en effecten zijn onderhevig aan de schommelingen van de markt en er kan geen enkele waarborg worden gegeven met betrekking tot de verdere ontwikkeling ervan. De fiscale behandeling hangt af van de individuele situatie van elke belegger en kan veranderen.

Over Rothschild & Co Asset Management Europe

Rothschild & Co Asset Management Europe, een divisie van de Rothschild & Co Group, is een onafhankelijk vermogensbeheerder die beleggingsbeheer en -advies op maat biedt aan uitgebreide klantenbestanden van institutionele beleggers, financiële tussenpersonen en distributeurs. Wij richten ons op complementaire expertises in actief beheer met hoge convictie en open architectuur. Wij zijn gevestigd in Parijs en actief in 10 Europese landen. We beheren meer dan 21 miljard euro en hebben ongeveer 170 werknemers. Meer informatie op: www.am.eu.rothschildandco.com