



Luxemburg – 8 mei 2020. De beurzen hebben sinds de dieptepunten van maart een sterke herstelbeweging ingezet vooral dankzij de massale interventie van centrale banken. De vraag of de aandelenmarkten niet te sterk op de feiten vooruit zijn gelopen, mag stilaan worden gesteld zeker gezien de talloze uitdagingen. Kortom, voorzichtigheid blijft geboden.

Voorwoord

Hoewel op de financiële markten de voorbije weken de rust enigszins is teruggekeerd, blijft de huidige situatie historisch bekeken ongezien, onzeker en moeilijk in te schatten. Er bestaat immers geen draaiboek voor het huidige scenario. En als men in het duister tast, is het van belang om voorzichtig te zijn.

Het hoeft geen betoog dat de wereld is getroffen door de grootste pandemie sinds de Spaanse griep van 1919. De huidige schok heeft de economie in de diepste recessie sinds de jaren '30 heeft ondergedompeld. En om de neergang een halt toe te roepen hebben overheden wereldwijd met enorme steunpakketten uitgekapt terwijl centrale banken grootscheepse monetaire interventies doorvoerden. De Amerikaanse Federal Reserve betrad zelfs ongekend terrein door een 'ongelimiteerde' QE af te kondigen. Sindsdien heeft de Federal Reserve zijn balans reeds met 2500 miljard dollar opgedreven tot meer dan 6500 miljard dollar.



Al deze ingrepen hebben voor een stabilisatie van de markten (en voor een terugval van de volatiliteit) gezorgd waardoor economische actoren voor een houvast nu eerder naar centrale banken kijken dan naar economische fundamentals. Ondertussen lijkt het coronavirus in de VS, Europa en delen van Azië over zijn top waardoor lockdowns stap voor stap worden afgebouwd en de economische activiteit, met inachtnaam van social distancing regels, stilaan herneemt. Zolang er echter geen medicijn of vaccin is, blijft het gevaar voor een nieuwe uitbraak evenwel om de hoek loeren.

Afgaande op het sterke herstel sinds de dieptepunten van 22 maart, niet toevallig samenvallend met de aankondiging van de ongelimiteerde QE van de Fed, lijken de aandelenmarkten niet meer van het coronavirus wakker te liggen en lijken ze steeds meer rekening te houden met een V-herstel en niet met een veel tragere heropleving in de vorm van een U of L. De Amerikaanse S&P 500-index noteert dankzij de heropleving nog slechts 7,9% onder zijn niveau van bij het jaarbegin, maar voor de MSCI Europa is dat toch nog altijd een kleine 19%. Opmerkelijk is trouwens dat de technologierijke Nasdaq terug op het niveau prijkt van begin 2020 en de crisis met andere woorden heeft weggegomd. De spoeling is echter dun want het overgrote deel van deze heropleving komt op naam van de 5 FAANG-zwaargewichten (Facebook, Apple, Amazon, Netflix en het vroegere Google, nu Alphabet) aangevuld met Microsoft.

Opvallend is het onevenwichtige herstel op de kredietmarkten, waar bedrijfsobligaties in de Verenigde staten een sterk herstel vertoonden, bleef de Europese kredietmarkt achter. De spreads zijn zowel voor investment grade als voor high yield in Europa de voorbije weken verminderd, maar het verschil met vóór de corona-uitbraak blijft nog aanzienlijk.

En wat te denken van de oliemarkten? Eind april werd het ondenkbare denkbaar toen het mei future contract voor WTI-olie een negatieve prijs achter zijn naam kreeg. De koper werd met andere woorden betaald om fysiek olie op te nemen. De nog altijd hoge productie en technische factoren (te weinig opslagcapaciteit) zorgden voor deze nooit geziene scheeftrekking. Daarbovenop heeft de economische terugval tot gedeprimeerde prijzen geleid.

De vraag is nu in hoeverre de markten al vooruitgelopen zijn op de feiten. Het moge duidelijk zijn dat we naar een omgeving gaan met hogere werkloosheid, lager consumentenvertrouwen en waarbij bepaalde sectoren structureel onder druk zullen blijven zoals onder meer toerisme, luchtvaart, energie en banken. Andere sectoren zullen daarentegen structureel profiteren van de nieuwe situatie, zoals gezondheidszorg en technologie maar op de beursvloer werden deze twee sectoren al gretig opgepikt.

Ondertussen mogen we niet blind zijn voor de oplopende spanningen tussen de VS en China. In de VS wordt China steeds meer als hoofdschuldige voor de crisis aangewezen. En president Trump zou van het in een negatief daglicht plaatsen van China en het terugbrengen van kritische industrieën de hoekstenen van zijn verkiezingscampagne kunnen maken. Deze deglobaliseringstendens kan op termijn mogelijk een nieuw inflatietijdperk inkluden.



Coronavirus: stand van zaken

Het coronavirus neemt wereldwijd verder toe maar in Europa en in mindere mate in de VS is COVID-19 op de terugweg. In de meeste landen zien we stilaan dezelfde evolutie terug: een initieel steile groei die daarna geleidelijk aan snelheid inboet. De lockdowns, social distancing maatregelen en het steeds duidelijker worden hoe het virus zich verspreidt, hebben ervoor gezorgd dat in steeds meer landen de infectiegraad onder de grens van 1 is gedoken. Dit betekent dat elke besmette persoon minder dan één persoon besmet en het virus zich de facto minder kan verspreiden. Het inflectiepunt van de uitbraak is met andere woorden bereikt.

De focus verschuift nu naar een langzame exitstrategie. In veel landen wordt de lockdown afgebouwd en krijgt de economie steeds meer ademruimte. Het blijft echter koffiedik kijken hoe snel de afbouw van de restrictie maatregelen kan plaatsvinden want er loert stevast een nieuwe piek om de hoek.

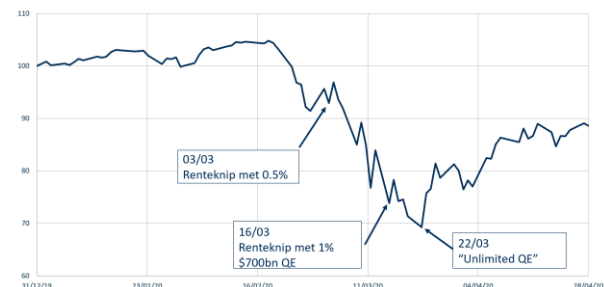
Ondertussen blijven enorme kapitalen naar de zoektocht voor een geneesmiddel en/of vaccin vloeien. Her en der duiken positieve signalen op en worden er vorderingen geboekt, met als voorbeeld het starten van klinische testen van het veelbelovende Remdesivir van Gilead Sciences.

Toch is het virus verre van verslagen en daarvoor hoeven we slechts naar enkele grote opkomende landen zoals Rusland, Brazilië en India te kijken. In deze landen is de piek nog niet bereikt, grijpt de economische terugval om zich heen en dreigt mogelijke sociale chaos. De forse terugval van hun munten toont alvast de ernst van de situatie. Waakzaamheid blijft geboden.

Beleid centrale banken

De centrale banken zijn de voorbije maand in overdrive gegaan om de impact van de crisis te beperken. De Federal Reserve en de Bank of Japan hebben een ongelimiteerde QE afgekondigd en ook de ECB zit daar niet veraf. Dit houdt in dat ze ongebreideld obligaties kunnen opkopen. Centrale banken zijn in vergelijking met 2008/2009 veel sneller in actie getreden en hebben de markten kunnen stabiliseren, en zelfs kunnen doen herstellen zoals in de volgende grafiek te zien is.

Aandelenmarkten worden gedreven door centrale banken



We kunnen er niet omheen dat tijdens deze crisis centrale banken zeer creatief met hun mandaat zijn omgesprongen. De Fed koopt nu ook IG-bedrijfspapier en obligaties van zogenaamde fallen angels (bedrijven die door de crisis een ratingverlaging hebben gekregen waardoor hun obligaties in het HY segment zijn terechtgekomen), een grote ommezwaai. We zien de Fed, als de aandelenmarkten het opnieuw moeilijk zouden krijgen, trouwens nog een stapje verder gaan en mogelijks tot de aankoop van aandelen overgaan. De ECB van haar kant gooide de verdeelsleutel bij zijn opkoopprogramma van staatsobligaties overboord. Dit betekent dat de bank meer staatspapier van landen in moeilijkheden mag opkopen dan van andere bijvoorbeeld.

Beleggingsstrategie

In onze allocatie van activa verandert er niet zo veel. We blijven aandelen onderwegen en hebben nog steeds een voorkeur voor large cap bedrijven met een lage schuldgraad en voldoende cash op de balans. We kiezen vooral voor kwaliteitsvolle groeiwaarden in tech, gezondheidszorg en in de sector van niet-duurzame consumentengoederen. Banken, energiebedrijven en industriële waarden blijven we voorlopig mijden.

Aandelen Europa	Apr '20								
	May '20								
Aandelen VS	Apr '20								
	May '20								
Aandelen Opkomende Markten	Apr '20								
	May '20								
USD	Apr '20								
	May '20								
Goud	Apr '20								
	May '20								

Daarnaast blijven Amerikaanse Treasuries voorlopig als een goede hedge zien. Ook voor IG bedrijfspapier zijn we positief gestemd omdat de spreads nog steeds hoog liggen terwijl de centrale banken zijn ingestapt en massaal aan de koopzijde staan. Zolang de onzekerheid



aanhoudt draagt daarenboven de dollar onze voorkeur weg en blijven we positief voor goud.

-Berenmarktrally's niet ongewoon

Sinds de dieptepunten van 22 maart hebben de aandelenmarkten een herstel van 20 à 30% neergezet. Sommige beleggers fronsen gezien de overvloed aan slechte nieuws de wenkbrauwen van zo'n opwaartse rit. Maar een dergelijke beweging is niet abnormaal in een berenmarkt na zware verkoopgolf. Dit was ook het geval tijdens de financiële crisis in 2008. De beurzen kregen toen initieel ook zware klappen om dan tussentijds twee stevige rally's neer te zetten. De structurele herstelbeweging, die breder is uitgesponnen, volgt dan meestal later.

Tussentijdse rallies zijn niet abnormaal tijdens een sell-off



Ondertussen is de gemiddelde waardering van aandelen flink opgelopen. Zo noteert de S&P500 tegen ruim 20 keer de verwachte winst voor de komende 12 maanden, het hoogste peil in meer dan 20 jaar. Deze ratio wordt traditioneel gebruikt, maar geeft volgens ons mogelijkerwijze een vertekend beeld omdat de winsten voor het komende jaar door de coronacrisis laag liggen. Markten verdisconteren alle cashflows in de toekomst en aangezien de winsten zullen herpakken, ligt de feitelijke koers/winst-verhouding lager... Daarenboven ligt de langetermijnrente zo laag dat het belang van de toekomstige winsten veel meer gewicht mogen dragen in het totale plaatje.

Hoe dan ook blijven we door de onzekerheid (en het recente herstel) voorzichtig en onderwogen in aandelen. Het lijkt ons nu niet het moment om achter opgelopen koersen aan te hollen.

-Staatsobligaties

Amerikaanse staatsobligaties blijven een goede hedge in tijden van onheil. Door de massale aanwezigheid van de Fed bewegen de rentevoeten nauwelijks. De voorbije maand is de rente op 10-jarig staatspapier tussen 0,6% en 0,7% blijven schommelen.

Ondanks de sterkte sinds begin dit jaar blijven we voor een gemengde portefeuille Treasuries overwegen, vooral dan langerlopend papier. Kortlopend papier draagt minder onze voorkeur weg omdat het een lagere duratie heeft en dus een kleiner dempend effect kan worden verwacht.

In Europees staatspapier zijn we onderwogen. Veel obligaties noteren met een negatief rendement en kunnen ons dan ook niet bekoren.

-Kredietmarkten

Europese Overheidsobligaties	Apr '20								
	May '20								
Europees krediet IG	Apr '20								
	May '20								
Europees krediet HY	Apr '20								
	May '20								
VS Overheidsobligaties	Apr '20								
	May '20								
VS krediet IG	Apr '20								
	May '20								
VS krediet HY	Apr '20								
	May '20								
Krediet Opkomende Markten	Apr '20								
	May '20								

Voor bedrijfspapier met een investment grade (IG) rating zijn we zowel in Europa als in de VS overwogen. De spreads liggen nog steeds hoog terwijl de centrale banken zich ook op dit marktsegment niet onbetuigd laten. In vergelijking met de financiële crisis van 2008 is het herstel bovendien beperkt gebleven. Op een obligatie uitgegeven door een Europees bedrijf met een IG-rating krijgt men gemiddeld 0,8% (spread met overheidspapier met dezelfde looptijd: 1,6%) en voor een Amerikaans bedrijf is dat 1,6% (spread 1,3%). En dergelijke rendementen vinden we aantrekkelijk.

Voor bedrijfsobligaties uit opkomende landen blijven we onderwogen. De sterke dollar is over het algemeen minder goed nieuws voor deze ondernemingen. Opkomende markten zijn typisch ook minder goed gewapend tegen externe schokken.

-Dollar en goud

Gezien de huidige onzekerheid behouden we zoals de voorbije maanden onze positieve visie voor goud. In een gediversifieerde portefeuille is het edelmetaal een uitstekende hedge indien de markten nog verder zouden wegzakken. De extreme monetaire versoepeling en potentiële opflakking van inflatie op de lange termijn kan net als in 2009 opnieuw voor een stierenmarkt in goud zorgen.

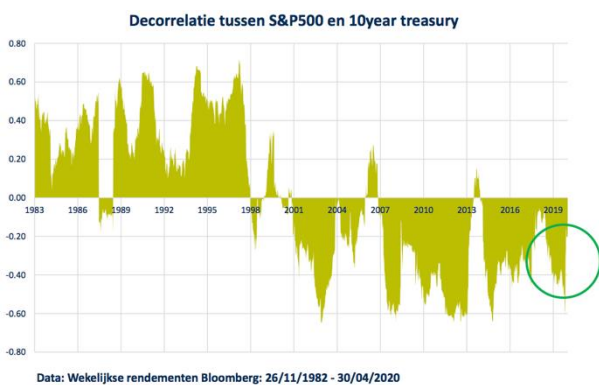


De dollar van haar kant blijft wereldwijd de reservemunt en veilige haven bij uitstek in tijden van onzekerheid.

-Decorrelatie aandelen/Treasuries in gevaar?

In het huidige macro-regime, waarbij de inflatie en groei laag liggen, is er historisch gezien een negatieve correlatie tussen aandelen en obligaties. Voor de meeste portefeuilles, die toch eerder gemengd van aard zijn, is deze decorrelatie een goede zaak want dan vlakken de twee elkaar in moeilijke marktomstandigheden elkaar uit.

Deze nieuwsbrief is een uitgave van Shelter Investment Management met als verantwoordelijke uitgever Benedict Peeters, Rue de l'Industrie 22, Windhof, Luxemburg. Behoudens de uitdrukkelijke bij wet bepaalde uitzonderingen mag niets uit deze uitgave veeleer eenvoudig opgeslagen in een geautomatiseerd gegevensbestand of openbaar gemaakt worden, op welke wijze ook, zonder de uitdrukkelijke voorafgaande en schriftelijke toestemming van de uitgever. Dit document verstrekt commerciële informatie en mag in geen geval gelijkgesteld worden met beleggingsadvies. De verstrekte informatie vormt geen aanbod betreffende financiële, bank-, verzekerings- of andere producten of diensten. De informatie in dit document is afkomstig van zorgvuldig gekozen bronnen. Shelter Investment Management geeft echter geen enkele garantie over de actualiteit, de nauwkeurigheid, de juistheid, de volledigheid of de opportuniteit van de informatie, gegevens of publicaties. De uitgever kan niet aansprakelijk worden gesteld voor het niet-verwezenlijken van de verwachtingen.



Deze decorrelatie zou echter kunnen wijzigen indien inflatie zijn opwachting zou maken. In de jaren 80' en 90', toen de inflatie veel hoger lag dan vandaag, was er van die decorrelatie immers geen sprake. En de terugkeer van een hogere prijsontwaarding valt op termijn niet uit te sluiten nu er zoveel geld wordt gecreëerd en de globalisering mogelijk gedeeltelijk wordt teruggedraaid nu bedrijven (al dan niet onder druk van overheden) overwegen om een deel van de productie terug naar of dichtbij huis te brengen (nearshoring of reshoring). Dit zal mogelijk inflatoir werken. Alvast een element om in de gaten te houden, zeker indien de economie sterker dan verwacht zou herstellen.