



Luxemburg – 13 juli 2020. De beurzen kijken nog steeds omhoog. De massale stimulans van overheden en centrale banken blijft voor steun zorgen terwijl de economie uit een diep dal kruipt en de hoop op een coronavaccin toeneemt. De terugkeer van enkele COVID-19 broeihaarden zorgt weliswaar voor onzekerheid en verhoogde koersbeweeglijkheid maar lijkt het marktoptimisme niet te kunnen fruiken.

Twee scenario's

De voorbije weken bleef het positieve sentiment op de financiële markten aanhouden maar de vrees voor een tweede coronagolf in grote delen van de VS en Europa zorgde af en toe voor neerwaartse prijsdruk. Desondanks gingen de meeste beurzen er de voorbije maand met enkele procenten op vooruit, aangedreven door de niet te stoppen opmars van de technologierijke Nasdaq, die de nieuwe records aan elkaar rijgt. Ook de Chinese beurs is er als gangmaker bijgekomen, nu het land herneemt en de Corona-uitbraak onder controle lijkt. Sinds begin dit jaar staat de MSCI China-prijsindex zelfs op een winst van 15.0%.

Vandaag lijkt het positief scenario toch de bovenhand te halen. Dat is voor een groot deel te danken aan de aanhoudende monetaire en fiscale steun. Naast de centrale banken, pompen ook overheden historisch grote bedragen in de economie. En wetende dat het kruit van beide olifanten in de kamer nog niet droog is, voelen beleggers zich gesterkt. Velen redeneren immers dat er met dergelijk arsenaal een bodem onder de koersen ligt. Met de sterke stijging van het laatste kwartaal mag het dan ook niet verbazen dat de aandelenhandel onder retail beleggers boomt.

Daarnaast wijzen verschillende macro-cijfers, zoals de PMI-cijfers en de leidende indicatoren, op een economisch herstel in Europa, de VS en grote delen van Azië. Vooral de beter dan verwachte Amerikaanse werkgelegenheidscijfers gaven de markten recent vleugels. Ten slotte gaan beleggers ervan uit dat een vaccin of medicijn tegen het coronavirus dichterbij komt.

Het negatieve scenario mag echter niet uit het oog worden verloren, zeker nu er een heropflakking van het coronavirus in sommige delen van Europa en de VS kan worden vastgesteld. Dit zou wederom voor een nieuwe vraagschok kunnen zorgen en mogelijk nieuwe lokale lock-downs.

Daarnaast zijn er ook nog enkele heikele politieke hangijzers zoals de Amerikaanse verkiezingen in november. Uitdager Joe Biden heeft vandaag een lichte

voorsprong en zal zittend president Trump zeker het vuur aan de schenen leggen. De vraag is hoe deze laatste uit de hoek zal komen om deze dreiging af te wenden. De verkiezingen beloven in ieder geval extra onzekerheid de markten in te sturen. Ten slotte staat Brexit nog steeds op de Europese agenda. Het sluiten van een handelsakkoord is een moeilijke zaak en een 'No Deal Brexit' blijft een mogelijk scenario.

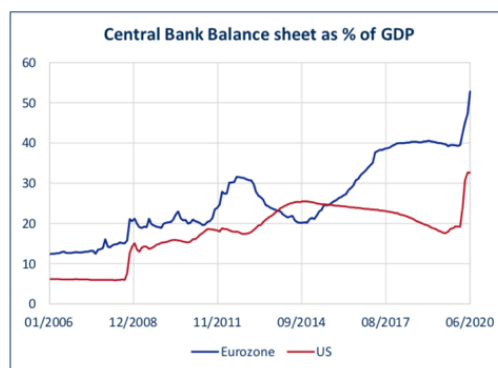
Drijvende krachten

Vele beleggers kijken met verbazing naar de sterkte van de aandelenmarkten. Na een inzinking van meer dan 30% in maart hebben de meeste indices daar al drie vierden of meer van goed gemaakt. Dit terwijl de economie het nog altijd moeilijk heeft en de bedrijfswinsten voor Q2 waarschijnlijk zwaar zullen tegenvallen.

Er zijn twee drijvende krachten actief, die dit beursherstel in de hand werken en op korte termijn zien we deze niet meteen verdwijnen.

Olifanten in de kamer

Eerst en vooral is er de ongeziene steun van centrale banken zoals de Federal Reserve, de ECB, de Bank of Japan. Ze kopen massaal, rechtstreeks of via ETF's, overheids- en bedrijfsobligaties op waardoor de rente laag blijft en overheden en grote bedrijven spotgoedkoop enorme bedragen kunnen ophalen. De toename van de balansen van de grootste centrale banken is dan ook navenant en historisch ongezien op zo'n korte periode.



Bron: Bloomberg

Die steun zal naar alle waarschijnlijkheid doorheen 2020 en zelfs begin 2021 blijven aanhouden. Centrale banken laten trouwens duidelijk verstaan dat ze er alles aan zullen doen om het schip (lees: de economie) drijvende te houden.

De impact op de obligatie- en kredietmarkten van deze kapitaalcrachtige spelers is niet te onderschatten. Als de



ECB bijvoorbeeld zijn programma doorzet dan zou de instelling binnenkort zelfs 40% van de investeerbare bedrijfsobligaties van hoge kredietkwaliteit kunnen bezitten! De Fed van zijn kant is midden juni begonnen met het opkopen van bedrijfspapier en heeft daarvoor al 750 miljard dollar of 4% van het BBP vrijgemaakt.

En centrale banken staan er zoals de voorbije jaren wel het geval was niet meer alleen voor. Overheden zijn nu ook aan boord gekomen met grote steunprogramma's en grote tekorten op de begroting vormen geen probleem meer: na lange jaren besparingen een aardverschuiving. Zelfs Duitsland, dat er om bekend staat steeds de vinger op de knip te houden, komt met historisch grote stimulus pakketten over de brug.

Deze 'double whammy', om het op zijn Amerikaans te zeggen, legt een stevige bodem onder de aandelenkoersen.

Hoop op vaccin

De markt rekent er tevens op dat er binnen een relatief korte termijn een vaccin of medicijn tegen het coronavirus komt, zeker nu enkele grote spelers reeds klinische testen uitvoeren. Pfizer bijvoorbeeld begint deze zomer met grootschalige testen en verwacht een goedkeuring in oktober. In de herfst rekent Moderna op een goedkeuring terwijl AstraZeneca & Oxford University aangeven dat ze reeds vergevorderd zijn in hun onderzoeken. In totaal voeren vandaag 8 spelers klinische testen uit en dit heeft tot een positieve nieuwsstroom geleid, die ongetwijfeld de beurzen mede hebben geïnspireerd.

Het is nu uitkijken wanneer het eerste middel naar de markt komt. Massaproductie voor een medicijn of vaccin wordt ten vroegste tegen 2021 verwacht. Klinisch onderzoek heeft in het verleden echter aangetoond dat er onderweg veel valkuilen zijn. Er kan met andere woorden nog veel fout lopen.

Hoe gevaarlijk is corona nog?

In Europa lijkt de pandemie grotendeels onder controle en is het inflectiepunt bereikt. De laatste weken hebben echter aangetoond dat de dreiging niet volledig is verdwenen, zeker nu enkele regio's, zoals onder meer in Catalonië, wederom in lock-down zijn geplaatst. Ondertussen blijft de exit-strategie wel op volle toeren draaien. Overheden hebben duidelijk begrepen dat iedereen terug achter slot en grendel plaatsen contraproductief werkt en er beter lokaal wordt ingegrepen om de schade zo klein mogelijk te houden.

In bepaalde delen van de wereld blijft de pandemie ondertussen ongenadig toeslaan zoals in Latijns-Amerika met Brazilië op kop, Rusland, India, Pakistan en enkele zuidelijke staten in de VS. Vandaag zijn er al meer dan 12.5 miljoen besmettingen geteld en komen er dagelijks 200.000 nieuwe gevallen bij. COVID-19 is dus zeker de wereld nog niet uit.

Aandelen: te ver vooruitgelopen?

Niemand had eind maart durven voorspellen dat er zo'n sterke rally op de aandelenmarkten zou komen. En velen kijken dan ook met grote ogen naar die opmars en waarderingen die weer oplopen. Amerikaanse en Europese aandelen noteren immers op basis van de koers/winst-verhouding (met de verwachte winsten voor de komende 3 jaar) terug op het niveau van voor de Coronacrisis en dus aan de hoge kant.

Toch blijft de risicopremie pleiten voor een aandelenbelegging terwijl niet alle aandelen over dezelfde kam mogen worden geschoren. Er zijn aanzienlijke sectorverschillen.

Risicopremie

Afgaande op de gemiddelde risicopremie blijven er weinig alternatieven voor aandelen: het TINA-argument ("There Is No Alternative") speelt met andere woorden ten volle zolang de rente op obligaties op historische dieptepunten blijft zitten. Gebaseerd op de verwachte winstcijfers voor de komende 3 jaar ligt die risicopremie in Europa (en in EUR) op 7.7% en in de VS (en in USD) op 6.1%. De gemiddelde verwacht koers/winst op 3jaar voor Europese aandelen is vandaag bijvoorbeeld zo'n 13.5, wat een verwacht reëel rendement van zo'n 7.7% oplevert (1/13.5). Ten opzichte van obligaties is het verschil in risicopremie, zoals in de tabel hieronder te zien is, aanzienlijk.

	Europa (EUR)	VS (USD)
Aandelen (Reëel – Gebaseerd op P/E 3Y)	7.7%	6.1%
Bedrijfsobligaties – Hoogrentend 5j	2.8%	4.7%
Bedrijfsobligaties – IG 5j	0.5%	1.2%
Overheidsobligaties – 5j	-0.7%	0.3%

Bron: Bloomberg

Sectorverschillen

De opmars van de aandelenindices is grotendeels te danken aan de technologiewaarden. En aangezien de technologiesector in de VS een groter gewicht heeft dan



in Europa, kan een groot deel van het prestatieverschil tussen de twee regio's hierdoor worden verklaard. Sinds begin dit jaar ging de technologiesector er wereldwijd reeds 18% op vooruit. Energie (-38%), financials (-22%) en beursgenoteerd vastgoed (-14%) bevinden zich aan de andere kant van het spectrum. Als beheerder waren er met andere woorden genoeg opportuniteiten om zich te onderscheiden en selectief te zijn.

Beleggingsstrategie

In onze allocatie van activa zetten we aandelen een trapje hoger. We schroeven ook onze blootstelling naar de dollar lichtjes terug.

Aandelen en aanverwanten

Ondanks de onzekerheid worden we tactisch terug neutraal op aandelen. De aanhoudende stimulusmaatregelen zullen naar alle waarschijnlijkheid nog tot 2021 van kracht zijn en we verwachten dat dit blijvend de overhand zal nemen op de vele onzekerheden in de toekomst.

We hebben nog steeds een voorkeur voor large cap bedrijven met een lage schuldgraad en voldoende cash op de balans en kiezen hierbij vooral voor kwaliteitsvolle groeiwaarden in technologie en gezondheidszorg. We hebben geen overgewicht meer in de sector van defensieve consumentengoederen omdat er tijdens de crisis veel kapitaal naar is gevlucht. Ook op de verschillende regio's zijn we neutraal. Opkomende markten betreden we enkel via actief beheer om zo Latijns-Amerika, Rusland en India te mijden aangezien de coronacrisis daar nog verre van voorbij is.

Aandelen Europa	Jun '20								
	Jul '20								
Aandelen VS	Jun '20								
	Jul '20								
Aandelen Opkomende Markten	Jun '20								
	Jul '20								

Obligaties

Op Europees bedrijfspapier met hoge kredietwaardigheid blijven we positief. De spreads zijn de voorbije weken verder teruggevallen maar blijven aan de hogere kant niettegenstaande de ECB massaal koopt. Voor Amerikaanse IG-bedrijfsobligaties zijn we neutraal omdat het verschil met de rente op overheidspapier minder interessant is.

Daarnaast blijven we Amerikaanse Treasuries als enige bescherming zien in de huidige omgeving. Onze voorkeur blijft naar langlopend papier gaan. In Europees

staatspapier blijven we onderwogen aangezien veel obligaties met een negatief rendement noteren.

Europese Overheidsobligaties	Jun '20								
	Jul '20								
Europees krediet IG	Jun '20								
	Jul '20								
Europees krediet HY	Jun '20								
	Jul '20								
VS Overheidsobligaties	Jun '20								
	Jul '20								
VS krediet IG	Jun '20								
	Jul '20								
VS krediet HY	Jun '20								
	Jul '20								
Krediet Opkomende Markten	Jun '20								
	Jul '20								

Munten

De Amerikaanse dollar blijft wereldwijd de reservemunt en is voorlopig nog steeds een veilige haven. De voorbije twee maanden was er wel enige zwakte in de greenback door de overvloedige geldcreatie van de Fed en inflatieverwachtingen die iets gestegen zijn.

Goud ten slotte blijven we voor een gedeelte opnemen in portefeuilles ter diversificatie gezien de stijgende geldhoeveelheid, de langdurige lage en negatieve reële rente en de geopolitieke onrust die blijft sluimeren.

USD	Jun '20								
	Jul '20								
Goud	Jun '20								
	Jul '20								

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 veeleenvoudig 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.