



Het nieuwe jaar is met het nodige vuurwerk ingezet, zoveel is duidelijk. De markten werden opgeschrikt door zware koersdalingen, een stijging van de langetermijnrente en een plotse toename van de volatiliteit. Beleggers werden voor het eerst sinds lang weer met onzekerheid geconfronteerd. Maar de voorbije weken klaarde de hemel op de markten weer wat op, wat niet kan gezegd worden van de geopolitieke situatie of de dreigende handelsoorlog. Beleggers verleggen evenwel volop hun aandacht naar het resultaatseizoen en de eerste cijfers stemden alvast tot optimisme.

Bewogen kwartaal

Eerst en vooral blikken we terug op het eerste kwartaal, dat niet snel zal worden vergeten. In de maand januari stonden alle lichten nog op groen en leek 2018 een kopie te gaan worden van 2017 met gestaag stijgende koersen en nieuwe records. Begin februari kwam aan het rooskleurige scenario echter plots een einde. Na de publicatie van het werkgelegenheidsrapport in de VS op vrijdag 2 februari was het plots alle hens aan dek. De hoger dan verwachte loongroei wakkerde de inflatievrees in de VS aan, zette de rente hoger, bracht zware winstnemingen op de aandelenmarkt op gang en schudde de volatiliteit na een lange winterslaap wakker.

De winstnemingen waren niet min en in de VS viel de Dow Jones in een mum van tijd 10% terug van zijn laatste hoogtepunt. Daarenboven steeg de volatiliteit, gemeten door de VIX-index, tot haar hoogste punt sinds 2015. De verkoopgolf werd tevens aangedreven en uitvergroot door verschillende tradingstrategieën die op algoritmen gebaseerd zijn en die in tijden van stress rare kronkels maken.

Door die inflatie-opstoot en de daaropvolgende toename van inflatievooruitzichten ging de langetermijnrente zowel in de VS als in Europa flink hoger. Vooral de stijging van de Amerikaanse 10-jarige rente baarde opzien want ze ging richting de 3% en velen zagen dit als een pijngrens die maar beter niet wordt overschreden. De schuldenberg in de VS is er de laatste jaren immers niet kleiner op geworden en veel schuldenaars kunnen hogere rentelasten missen als kiespijn.

Midden februari daalde er evenwel weer een relatieve rust over de markten waardoor de rente zich ontspande en de markten een (technisch) herstel neerzetten: de technologierijke Nasdaq-index perste er zelfs nog een nieuw absoluut record uit. Het slechte nieuws was nog

niet ten einde waardoor de aandelenmarkten het wederom hard te verduren kregen. Amerikaans president Donald Trump stak het vuur aan het lont door handelstarieven op het vlak van aluminium en staal in te voeren. Er werd gevreesd voor een handelsoorlog, zeker toen hij enkele weken later zijn pijlen richtte op China. Een land dat is uitgegroeid tot een economisch zwaargewicht en van zeer groot belang is voor de wereldhandel. Vooral het enorme handelstekort met China zit Trump dwars.



En als dat nog niet genoeg was, kwam de technologiesector onder zware druk te staan. De Nasdaq verloor in maart zo'n 10%. Het schandaal rond het misbruik van datagegevens door Facebook bracht de bal aan het rollen. Vragen rond de kredietwaardigheid van Tesla en de speculatie over mogelijke overheidssancties tegen de marktdominantie van Amazon deden de rest.

In Europa zorgde de overwinning van de Vijfsterrenbeweging in Italië dan weer voor klamme handen want een regeringsvorming met deze anti-Europese partij beloofde een moeilijke klus te worden. De toestand van de zogenaamde zieke man van Europa (3^e grootste economie van de eurozone) is weliswaar verbeterd maar er is nog heel wat werk aan de winkel en een lange regeringsvorming of erger nog nieuwe verkiezingen kan Italië beter niet hebben. De beslissing van de SPD om in Duitsland opnieuw een regering te vormen met de CDU van Angela Merkel bracht dan weer ontspanning. Duitsland blijft immers de locomotief van de eurozone.

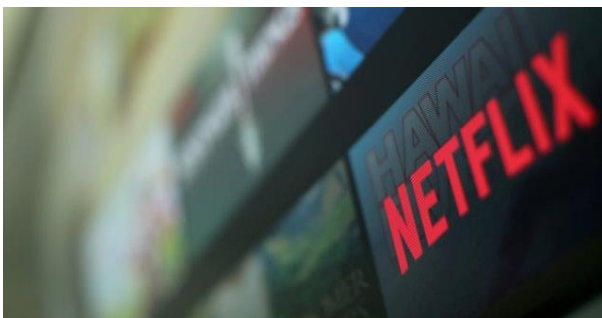
Op de obligatiemarkten werd er in maart geen verdere rentestijging opgetekend omdat de inflatie minder dreigde en verschillende macro-cijfers een lichte verzwakking lieten optekenen en dan vooral in Europa. Toch tekenden zich in de VS twee fenomenen af die tot nadenken stemmen: de afvlakking van de rentecurve en de stijging van de TED-spread. Het tweetal belooft over het algemeen weinig goeds.



Een vlakkere rentecurve betekent dat de spread tussen de 2-jarige en 10-jarige overheidsrente kleiner wordt en geeft over het algemeen aan dat de economische vooruitzichten er minder goed uitzien. De TED-spread is dan weer het verschil tussen de LIBOR op 3 maanden, de rente die banken elkaar aanrekenen, en de (risicovrije) overheidsrente op 3 maanden. Deze stijging benadrukt dat het wantrouwen tussen banken opnieuw toeneemt en is een voorbode voor verhoogde volatiliteit en hogere kredietspreads. Vaak wordt gezegd dat op de obligatiemarkten het slimme geld zit. Een voorbode van verder onheil?

Opklaringen of niet?

De vraag is natuurlijk hoe het nu verder moet in 2018? De markten lijken zich begin april alvast te herpakken. Beleggers verschuiven stilaan hun aandacht naar het resultaatseizoen dat voor deur staat. Veel marktparticipanten verwachten dat de meeste ondernemingen met stevige winstcijfers zullen uitpakken en ze redeneren dan ook dat de fundamenten van de beurzen ondanks de recente volatiliteit en onzekerheid nog altijd intact zijn. Netflix zette deze stelling alvast in de verf door met sterke groei uit te pakken. De risico-aversie is de voorbije weken alvast teruggevallen waardoor de VIX-index fors is gedaald. Voor Europese bedrijven ziet het plaatje er daarentegen door de opmars van de euro iets minder goed uit. Het wordt uitkijken naar de gevolgen hiervan op de cijfers van het eerste kwartaal.



De financiële markten laten zich dus veel minder uit hun lood slaan door de talrijke geopolitieke gebeurtenissen en de wereldwijde handelsperikelen. Het feit dat de Amerikanen en andere westerse mogendheden rond Syrië met getrokken messen tegenover Rusland stonden, zorgde even voor onrust maar die vloeide al snel weg. Het Midden-Oosten is al jaren een wespennest, dat zal niet snel veranderen, lijken veel

marktwaarnemers te redeneren. En de vrees over een escalatie van de handelsoorlog is ook naar de achtergrond verdwenen. De markt lijkt er meer en meer vanuit te gaan dat de ergste scenario's die her en der naar boven werden gehaald geen bewaarheid zullen worden.

Dat Amerikaans president Donald Trump in het oog wordt gehouden, is een understatement want hij drukt natuurlijk zwaar zijn stempel op het gebeuren, zowel op (geo)politiek vlak als op de financiële markten. Het is zelfs zo ver gekomen dat zijn Twitter-account nauwlettend wordt gevolgd want hij zet met zijn tweets constant de markten in beweging. Dat zal niet meteen veranderen.

Economisch loopt het vrij gesmeerd en hoewel sommige macro-cijfers aangeven dat de economische groei wat aan vaart mindert, blijft ze gezond. De (loon)inflatie blijkt al bij al mee te vallen waardoor de langetermijnrente op de obligatiemarkten hun opwaartse beweging zijn gestopt. De Amerikaanse 10-jarige rente schommelt momenteel rond 2,82%, een aanvaardbaar niveau voor de markten, terwijl haar Duitse tegenhanger op een lage 0,50% staat.

Het wordt uitkijken of in de VS de 3%-grens opnieuw in zicht komt. Dit zou in elk geval de markten opnieuw op stang jagen. De inflatiecijfers zullen de sleutel in handen hebben. Nu de olieprijs, onder invloed van de geopolitieke bewegingen, opnieuw in de lift zit (de prijs van WTI-olie noteert op de hoogste peil sinds eind 2014), zou de inflatie alvast een nieuwe impuls kunnen krijgen. In Europa is er momenteel geen inflatievrees en valt het te bezien of de economische groei verder aan snelheid verliest.

Belangrijk wordt ook wat de Europese Centrale Bank de komende maanden gaat doen. Zal ze het geweer van schouder veranderen en haar monetaire steunmaatregelen geheel afbouwen en zelfs een eerste renteverhoging in overweging nemen? Als ze deze stappen zet, zou de euro nog een extra duwtje kunnen krijgen. Van de Federal Reserve moeten niet direct verrassingen worden verwacht tenzij de (loon)inflatie zou ontsporen. De Amerikaanse centrale bank zal immers voortgaan met de normalisering van haar monetaire politiek.

De vraag is of het tweede kwartaal even bol zal staan van de verrassingen als in het eerste trimester?



Aandelen boven

De recente gebeurtenissen op de aandelen- en rentemarkten en de toegenomen onzekerheid hebben ervoor gezorgd dat we minder positief en iets voorzichtiger zijn geworden wat aandelen betreft. Ook de (dreigende) handelsoorlog heeft ons wat gas doen terugnemen. Onze voorkeur voor aandelen boven bedrijfs- en overheidsobligaties blijft wel overeind.

Aandelen Europa, Japan en opkomende landen: nog steeds positief

We blijven positief voor de ondergewaardeerde regio's die cyclisch minder ver gevorderd zijn, zoals Japan, Europa, en de opkomende landen maar we zijn toch iets voorzichtiger geworden. In Europa lijkt de groei immers wat aan vaart te minderen door onder meer de dure euro terwijl de doorgevoerde handelsrestricties niet in de kaart van de opkomende landen spelen. De nog altijd aantrekkelijke gemiddelde waardering op al deze markten zorgt echter voor tegengewicht.

Europese aandelen ondervinden de laatste tijd wat tegenwind. Ten eerste is de rek wat uit de Europese economie en vallen recente macro-cijfers wat tegen. De huidige wereldwijde onzekerheid is daar niet vreemd aan. Er is nog steeds een mooie economische groei maar van een verdere versnelling is geen sprake meer. Ten tweede begint de sterkere euro door te wegen waardoor steeds meer Europese bedrijven, vooral exporteurs, het moeilijk krijgen om aan de verwachtingen te voldoen. Door de recente zwakte noteren Europese aandelen ondertussen tegen een aantrekkelijke verwachte gemiddelde koers/winst-verhouding van 15,5.

Tegenover Japanse aandelen (in JPY) hebben we een licht positieve kijk omdat de markt interessant gewaardeerd is en van een zeer soepel monetair beleid zal kunnen blijven profiteren. Voorts is het vertrouwen in de Japanse economie, die dit jaar 1,3% zou moeten groeien, nog altijd vrij hoog. Opvallend is dat de Japanse beurs, ondanks het gunstige plaatje, de voorbije twee maanden zeer zwak heeft gepresteerd en voor 2018 aankijkt tegen een verlies van ruim 5% in JPY.

We behouden onze positieve outlook voor de wereldwijde opkomende markten en hebben een duidelijke voorkeur voor Aziatische economieën. Toch zijn we, zoals eerder aangegeven, iets voorzichtiger geworden omdat we eerst de impact van de dreiging van

een wereldwijde handelsoorlog willen zien. Toch zien de vooruitzichten er nog steeds goed uit. Er worden voor de meeste opkomende economieën zowel voor 2018 als 2019 sterke groeicijfers verwacht. De huidige waardering van de ontluikende markten is met een k/w van 15,3 nog steeds aantrekkelijk in vergelijking met die van de geïndustrialiseerde markten.

Amerikaanse aandelen nog altijd duur: neutraal

Amerikaanse aandelen kunnen ons daarentegen niet bekoren waardoor we onze neutrale positie aanhouden. De gemiddelde koers-winstverhouding voor de S&P500 bedraagt ondanks de recente zwakte nog steeds een royale 21 terwijl het historische gemiddelde 17,4 daar flink onder ligt en de andere grote markten veel goedkoper noteren. Wat de voorbije maanden hebben aangetoond, is dat niet veel nodig is om dure aandelen zwaar onderuit te doen gaan. De plotse inzinking van 10% voor de technologierijke Nasdaq in maart is daar een mooi voorbeeld van.

Bovendien hangen er verschillende risico's boven de markt. Vooreerst bevindt de Amerikaanse economie zich in een later stadium van de hoogconjunctuur terwijl de langetermijnrente eerder opwaarts dan neerwaarts gericht is. Daarnaast behoort een heropleving van inflatie tot de mogelijkheden en zou de Federal Reserve sneller naar het rentewapen kunnen grijpen. En ten slotte houdt de Amerikaanse president er een niet altijd een marktvriendelijk programma op na. Hij zou voor extra volatiliteit kunnen zorgen.

Positief is wel dat de vooruitzichten op het vlak van bedrijfsresultaten er goed uitzien. De belastingverlaging van Trump, de zwakke dollar en de aanhoudend sterke consumentenbestedingen zullen normaal gezien de bedrijfscijfers in het eerste kwartaal een duwtje in de rug hebben bezorgd.

Obligaties: neutraal tot negatief

In het universum van obligaties is vandaag weinig interessants te vinden omdat enerzijds de rente eerder opwaarts gericht is en anderzijds omdat risico onvoldoende wordt vergoed. De enige categorie van obligaties waar we positief tegenover zijn is inflatie gelinkt papier. We hebben een opportunistische houding en zijn op zoek om goedkoop in te stappen.

Amerikaanse obligaties (in USD-termen): negatief



De maturiteit van de huidige kredietcyclus zorgt ervoor dat we slechts neutraal staan tegenover bedrijfsobligaties van uitstekende emittenten (investment grade). Er is gezien de hoge gemiddelde waardering nauwelijks opwaarts potentieel. Het aanbod van dergelijk papier is door de recente repatriëring van cash door Amerikaanse bedrijven teuggevalen.

Het rendement op hoogrentend papier ligt dan weer te laag in vergelijking met bedrijfsobligaties van hoge kwaliteit, ook al ligt het percentage dubieuze betalers zeer laag. We zijn nog altijd geen koper van dit type van bedrijfsobligaties.

Overheidsobligaties blijven we mijden omdat we nog steeds uitgaan van een stijging van de langetermijnrente. We blijven ervan overtuigd dat de markt totaal geen rekening houdt met een mogelijke inflatiestijging en dit risico niet vergoedt.

Europese obligaties: weinig interessants te vinden

Voor bedrijfsobligaties van goede kwaliteit en ook voor hoogrentend bedrijfspapier zijn we neutraal. De macro-economische fundamenteen blijven beide segmenten ondersteunen maar de rendementen liggen te laag. Voor bedrijfsobligaties van goede kwaliteit is er nauwelijks een buffer bij een rentestijging en het risico dat hoogrentend papier toch draagt, wordt vandaag onvoldoende vergoed.

Tegenover overheidsobligaties staan we negatief. De huidige rendementen op deze obligaties zijn niet aantrekkelijk en bieden nauwelijks een buffer als de rente zou gaan stijgen. Aangezien het einde van het QE-programma van de ECB in zicht komt, houden we daar op termijn rekening mee. De inflatie, die hardnekkig laag blijft, zorgt evenwel voor het ogenblik voor geen opwaartse rentedruk. Hoewel we Europese staatsobligaties over het algemeen mijden, blijven we positief staan tegenover Italiaans en Spaans papier.



Munten en grondstoffen

Voor de dollar zijn we neutraal op korte termijn maar negatief op lange termijn. Tegenover de Japanse yen en de Noorse kroon staan we positief.

We verwachten op korte termijn weinig van de dollar, die we tegenover de Europese eenheidsmunt in een range van 1,21-1,26 zien bewegen en zich kan stabiliseren rond 1,24. Maar rekening houdend met geplande renteverhogingen van de Federal Reserve en waarschijnlijk ook met de monetaire verstrakking van de Bank of England zal de druk op de ECB toenemen om zijn beleid te normaliseren. De komende 6 tot 12 maanden zal deze ommezwaai van de ECB de relatieve aantrekkelijkheid van de EU tegenover de VS vergroten en op langere termijn de euro doen versterken tegenover de dollar. Daarbij komt nog dat Amerikaans president Trump liever een zwakkere dollar ziet zodat de export een boost kan krijgen en kan helpen om het historisch hoge handelstekort te verminderen. Op langere termijn verwachten we dat de EUR/USD-verhouding boven de 1,28 zal gaan.

We behouden onze visie over de Japanse yen (JPY) tegenover de euro op neutraal met een positieve outlook. De risicoaversie zou gezien de dreigende handelsoorlog een tijdje kunnen aanhouden waardoor shortposities op de JPY verder zullen worden afgebouwd en de opmars van de Japanse munt nog kunnen versterken. De uitverkoop op de beurzen ondersteunt de yen eveneens aangezien de munt als een veilige haven wordt gezien. Het feit dat de Japanse centrale bank haar monetaire politiek in 2018 ongewijzigd zal laten, zal de munt niet deren.

We verwachten voor 2018 een beperkte stijging van de grondstoffenprijzen. We blijven evenwel negatief gestemd rond de olieprijs. De productie van schalie-olie is terug op peil en zal het aanbod op de middellange termijn en zeker op de lange termijn ondersteunen.

Goud ten slotte profiteerde slechts matig van de recente marktinzinking. Toch kon het zijn rol van veilige haven spelen. In een gediversifieerde portefeuille mag er een beperkte positie in goud worden opgenomen, als verzekering tegen een verdere marktzwakte.



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 verveelvoudigd 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.