



Tijdens de zomermaanden is het traditioneel rustiger op de financiële markten. Maar gezien de talloze uitdagingen is dat helemaal niet zo zeker dat deze trend verder zal worden gezet de komende maanden. Vooral de handelsoorlog deed bij veel marktwaarnemers het angstzweet uitbreken eind juni. De EU en de Verenigde Staten hebben ondertussen een akkoord gesloten dat de spanningen tussen Brussel en Washington, op het vlak van handel, moeten verlichten. Tussen De VS en China zou de handelsoorlog nog verder kunnen escaleren.

Kwartaal van verrassende wendingen

Het tweede kwartaal begon onder een gunstig gesternte want in april keerde de rust op de financiële markten na een bewogen eerste trimester terug. Die kalmte was echter van korte duur omdat de Italiaanse politieke crisis in mei voor zenuwachtigheid zorgde en de obligatie- en aandelenmarkten op hun grondvesten deden daveren. De forse stijging van de Italiaanse 10-jarige rente, die op een bepaald ogenblik bijna 300 basispunten boven de Duitse noteerde, riep herinneringen aan de Europese schuldcrisis van 2011 op. Maar eenmaal deze storm was gaan liggen, toen er een Italiaanse regering werd gevormd die haar scherpste anti-Europese kantjes had afgevlind, pookte Amerikaans president Donald Trump een handelsoorlog op. Vooral de ontluikende markten en hun munten, zo ook China, betaalden het gelag. Deze landen hadden het al sinds midden april moeilijk door de forse opmars van de dollar en dan volgde deze extra tegenvaller. Gezien hun open economieën hebben ze het meeste te verliezen met de beknotting van de vrijhandel.



Niettegenstaande de onderliggende onrust deden de Amerikaanse en grote Europese aandelenmarkten het eigenlijk niet zo slecht in het tweede kwartaal. De Dow Jones ging er in die periode 3% in dollartermen op vooruit en de Eurostoxx 50 boekte een winstje van 1%. Opvallend was na elke terugval er toch telkens gretige kopers

opdoken: de 'buy on the dip'-mentaliteit is dus nog niet verdwenen. De westerse beurzen blijven nu eenmaal energie halen uit de sterke economische groei en de stevige toename van de bedrijfswinsten. In het tweede kwartaal realiseerde de Amerikaanse economie een mooie groei van 4.1%. In Europa was er daarentegen een lichte vertraging van de groei te zien maar de onderliggende dynamiek bleef gunstig.



De dollar was ongetwijfeld de meest opvallende winnaar van Q2 want de munt won tegenover zowat alle grotere munten terrein. De greenback spinde volop garen bij de sterke Amerikaanse economie en het feit dat de Federal Reserve haar leidende rentevoeten verder verhoogde (en dat in de nabije toekomst verder zal blijven doen). Aangezien de meeste andere grote centrale banken hun zeer soepele monetaire politiek onveranderd houden, worden dollarbeleggingen aantrekkelijker en zuigen ze steeds meer middelen naar zich toe. Illustratief was de aanzienlijke daling van de EUR/USD-verhouding van 1,23 tot onder 1,15. De Europese aandelenkoersen werden mede hierdoor ondersteund omdat de concurrentiekracht van exporteurs verbeterde door de zwakkere euro.

Dit was niet zonder gevolgen voor de ontluikende markten. Doordat veel geld wegvloede naar de VS kregen veel munten uit dit marktsegment het moeilijk. En de al eerder aangestipte handelsoorlog deed daar nog een schepje boven op, net als politieke problemen in enkele landen zoals Argentinië, Turkije en Brazilië die afstraalde op heel de activaklasse. De MSCI Emerging Market-aandelenindex verloor sinds haar hoogtepunt van het jaar (op 26/01) al een aanzienlijke 17% (muntverlies inbegrepen). De pijnpunten in Q2 bevonden zich dus duidelijk hier.



Vooruitzichten: rust of onrust?

Na wat we de voorbije maanden hebben gezien, blijft de grootste onzekere factor voor de financiële markten ongetwijfeld de Amerikaanse president Donald Trump. Hoewel hij geregeld in zijn tweets dweept met de sterkte van de Amerikaanse beurs en dito economie, lijkt hij niet altijd volop de kaart van die twee te trekken. Wat te denken van de handelsbarrières die hij aan het opwerpen is? Momenteel richt hij volop zijn pijlen op China. Zijn doelstelling is naar eigen zeggen het creëren van een eerlijker speelveld. Tevens wil hij het huidige handelsoevenwicht met de tweede grootste economie ter wereld via het beknotten van de Chinese import recht trekken. De escalatie in de handelsoorlog tussen de VS en de EU is alvast voorlopig van de baan. Na maanden van bitse woordenwisselingen en wederzijdse tarief-verhogingen sloten Juncker en Trump een wapenstilstand eind juli.

Echter ziet het er naar uit dat we de komende maanden niet volledig zullen verlost zijn van deze handelsgeschillen. Donald Trump speelt graag hoog spel om te bekomen wat hij wil en doet dat ook zonder verpinken. De midterm- of congresverkiezingen van 6 november 2018 spelen ook een rol. Trump moet zijn achterban tonen dat het hem menens is met zijn America First politiek, want uiteindelijk wil hij de Republikeinse meerderheid in het Huis van Afgevaardigden en Senaat niet verliezen. Het moge duidelijk zijn dat een scenario met een verdere escalatie van de verschillende handelsconflicten voor geen enkele betrokkene goed is. Dat heeft het verleden al meermaals bewezen. Het risico bestaat erin dat de economische groei overal ter wereld wordt afgeremd.

En wat te denken van de politieke onzekerheid in Europa? Het ziet ernaar uit dat dit in 2018 de agenda zou kunnen gaan bepalen. In Duitsland wankelde bondskanselier Merkel eind juni door toedoen van de migratiecrisis en een val van de Duitse regering, net op een moment dat Trump met handelstarieven zwaait, zou geen goede zaak zijn. Ook de tegenstellingen en breuklijnen binnen de EU worden almaar groter en een verzwakt Duitsland zou niet helpen. En dan is er nog altijd de afhandeling van de Brexit die maar niet op stoomsnelheid komt hoewel de zeer belangrijke EU-top van oktober steeds dichterbij komt.



Gelukkig laat de Amerikaanse economie geen tekenen van zwakte zien: de werkloosheid bevindt zich op een na-oorlogs dieptepunt, het consumenten- en ondernemersvertrouwen zit op een zeer hoog niveau terwijl de inflatie geen tekenen van ontsporing meer laat zien. Door dit laatste blijft de langetermijnrente onder de knoet. De lagere rente kan dus haar stimulerende rol van de voorbije jaren blijven spelen. Ook in Europa maken de rentevoeten geen aanstalten om hogere regionen op te zoeken en blijft het solide economische herstel alle ruimte krijgen. Behalve indien de inflatie een plotse opstoot zou kennen, moet er van het rentefront geen negatieve impulsen worden verwacht. Het spreekt voor zich dat een lage rente-omgeving gunstig blijft voor de beurzen.

Van de belangrijkste centrale banken moet de komende weken en maanden naar alle waarschijnlijkheid ook weinig verrassingen worden verwacht: zowel de ECB als de Federal Reserve hebben reeds in hun kaarten laten kijken. De ECB gaat begin 2019 zijn aankoopprogramma stopzetten terwijl de eerste renteverhoging ten vroegste in september 2019 mag worden verwacht. De Federal Reserve van zijn kant zal dit jaar naar alle waarschijnlijkheid nog twee keer de rente optrekken. In elk geval verwachten we dat het verschil in monetaire politiek op korte termijn de dollar zal blijven ondersteunen. Hopelijk gaat de dollar er niet te flink vandoor want een te sterke dollar zou wederom op de opkomende landen kunnen gaan wegen.

De vraag is dus in hoeverre de dreigende onweerswolken het nog altijd gunstige economische scenario onder water kunnen zetten...



Europa: voorzichtigheid geboden

De Europese aandelenmarkten zijn bij het begin van het derde kwartaal wat afgebrokkeld waardoor de waarderingen terugvielen. De gemiddelde koers/winst-verhouding bedroeg 15,8 en de koers/boekwaarde 1,81: lager dan het gemiddelde in de periode 2010-2018. Europese aandelen blijven met andere andere woorden aan de goedkope kant. Daarnaast kan worden gesteld dat de winstgroei van ondernemingen gunstig blijft evolueren terwijl de Europese economische groei met een groeiverwachting voor 2018 van 2,0% solide oogt, ondanks de lichte groeivertraging sinds begin dit jaar. De heropleving van de Economic Surprise Index doet evenwel meer verhopen, zeker nu de euro flink terrein heeft moeten prijsgeven en de concurrentiekracht van de eurozone is verbeterd. Het risico bestaat dat de Europese eenheidsmunt op korte termijn verder kan wegzakken tegenover de dollar gezien het oplopende renteververschil tussen de twee blokken.

Op de over het algemeen weinig interessante Europese obligatiemarkten zien we ook een opportuniteit: Italiaans staatspapier. Het verschil tussen Italiaans en Duits staatspapier met een looptijd van 10 jaar is vandaag nog steeds aan de hoge kant gezien de risico's rond het Zuid-Europese land bijna volledig zijn verdwenen. Ten eerste is de kans op nieuwe verkiezingen in Italië zo goed als onbestaande. En ten tweede maakt het land geen aanstalten meer om de Europese Unie te verlaten. Het enige overblijvende risico is de politieke onenigheid over de verdere toename van het overheidstekort. Die hoge rentevergoeding is een mooie kans om Italiaans staatspapier op te pikken.



Andere Europese overheidsobligaties zijn niet interessant omdat de rentevergoeding gewoon veel te laag is. Op 10-jarig Duits staatspapier bijvoorbeeld ligt het rendement vandaag op een schamele 0,43%. Op korte termijn moet trouwens niet meteen op hogere

rentevergoedingen worden gerekend. De ECB zal immers pas ten vroegste in het eerste kwartaal van 2019 zijn inkoopprogramma volledig stopzetten. Pas dan kan er wat opwaartse druk op de langetermijnrente ontstaan. Ook hoogrentend bedrijfspapier is een no go zone. Dit segment is overgewaardeerd en kreeg de voorbije jaren door de zeer lage rentes in minder risicovol papier veel beleggers, die op zoek waren naar rendement, over de vloer die er niet thuishoren en bij het minste onheil het schip zullen verlaten: een uitstekend recept voor een ongeluk.

VS: aandelen boven

Ook al zijn er talrijke uitdagingen zoals het uitdeinende handelsconflict, toch kan men niet naast de sterkte van de Amerikaanse economie kijken. Elke week worden er wel macro-cijfers gepubliceerd die de sterkte van de economie onderstrepen. De werkloosheid bevindt zich op een 50-jarig dieptepunt, het ondernemersvertrouwen blijft hoge toppen scheren en wordt niet uit zijn lood geslagen door handelsperikelen, de verkoop van nieuwe huizen bereikte recent een nieuwe piek en ga zo maar door. En dit alles zonder verder oplopende inflatie: het zogenaamde Goldilock-scenario (sterke economische groei en beperkte inflatie) blijft dus van toepassing.

Op obligatievlak is het weinig soeps met uitzondering van eventueel senior loans of niet-achtergestelde leningen (vaak gedekt door activa van hoge kwaliteit) die een uitzondering vormen. Dit type van papier is in de huidige laatcyclische marktomgeving een aantrekkelijk alternatief voor gewone obligaties en zorgt voor extra rendement hoewel ze een lager risicoprofiel heeft. In hoogrentende bedrijfsobligaties blijven we daarentegen negatief. De spreads zijn zeer laag waardoor er weinig extra rendement te rapen valt. Dit marktsegment vertoont bovendien een asymmetrisch risicoprofiel: we verwachten niet meteen een toename van het aantal wanbetalers maar als dat toch zou gebeuren, zullen de verliezen niet te overzien zijn.

In Amerikaans overheidspapier blijven we evenzeer onderwogen. Op kortlopend papier kan de Fed mogelijk voor extra druk zorgen als de economie zou oververhitten terwijl het renteververschil tussen kortlopend en langlopend papier zeer laag is en er dus nauwelijks extra rendement is om de de langere looptijd te vergoeden.



Japan: minder positief

De Japanse aandelenmarkt ging er sinds midden juni, vooral door toedoen van de handelsperikelen, op achteruit en we verwachten niet meteen een herstelbeweging. De Japanse economie vertraagt vroeger dan voorzien zodat de groeivoorzichten voor 2018 er minder goed uitzien. In het laatste Tankan-rapport van de BoJ ging tevens het vertrouwen van de productie-industrie erop achteruit. De gemiddelde waardering van de Japanse aandelenmarkt blijft weliswaar aanvaardbaar maar dit gegeven kan de doorslag niet geven om Japanse aandelen te kopen.

Op middellange termijn staan we wel positief voor de Japanse yen (JPY) tegenover de euro. De hogere volatiliteit op de aandelenmarkten gecombineerd met geopolitieke risico's kunnen de yen, die als een veilige haven wordt gezien, een handje helpen. De Japanse centrale bank van haar kant zal haar monetaire politiek in 2018 ondertussen niet wijzigen. Pas vanaf 2019 wordt een normalisering van het monetaire beleid verwacht.



Opkomende landen: getroffen door de handelsoorlog

Het moge duidelijk zijn dat de momenteel escalerende handelsoorlog geen goede zaak is voor de opkomende landen en al zeker niet voor China en de meeste Aziatische economieën omdat ze direct en indirect zeer afhankelijk zijn van de VS. Het komt des te ongelegen omdat de Chinese economie aan het vertragen is. Als de handelsperikelen te lang zouden aanslepen dan kunnen ze het groeipotentieel van deze landen enorm ondermijnen. Indien de VS en China (en andere landen) daarentegen een vergelijk zouden vinden dan kunnen

opkomende landen sterk heropleven. Zo ver zijn we evenwel nog niet.



De meeste munten van opkomende landen kregen zoals we in de inleiding al aangaven rake klappen tegenover de dollar. Veel marktparticipanten lijken alle opkomende landen en munten over dezelfde kam te scheren en zijn uit het oog verloren dat de opkomende landen veel sterker staan dan 10 jaar geleden. Als de handelsproblemen zouden wegebben, dan behoort een rally van deze munten zeker tot de mogelijkheden.



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.