



**Luxemburg – 12 juli 2019.** In Q2 lieten de markten zich meedrijven op het wijzigende beleid van de centrale banken, de tweets van Amerikaans president Trump, het wel en wee van het Chinees-Amerikaanse handelsgeschil en de over het algemeen zwakkere macrocijfers. Uiteindelijk kregen het vooruitzicht op 2 tot 3 Amerikaanse renteverlagingen en hernieuwde onderhandelingen tussen China en de VS de bovenhand en zetten de Amerikaanse beurzen nieuwe records neer. De marktcorrectie van eind 2018 is hiermee volledig vergeten.

Ook in Europa werden records gebroken. Onder impuls van een ECB die opnieuw kwantitatieve versoepeling in de pijlpijn heeft zitten, zakten de rentevoeten op overheidsobligaties door het ijs. Een recordaantal overheidspapier uit de eurozone heeft nu een negatieve rente achter zijn naam.

De vraag is nu of de markt niet te ver is vooruitgelopen op de feiten en te zwaar inzet op aanhoudende steun uit de hoek van de centrale banken. En wordt ook niet te veel verwacht dat Trump de strijdbijl op verschillende fronten zal begraven. In elk geval kan er niet meer worden naast gekeken dat de economische groei wereldwijd verzwakt en vooral in Europa de motor sputtert.



### Nieuwe records en extreem lage rente

Vooraleer we kijken naar wat ons in Q3 te wachten staat, overlopen we even de belangrijkste gebeurtenissen van het voorbije kwartaal: een periode die vooral werd gekenmerkt door het nemen van bochten van 180 graden.

In april en mei zakten de aandelenmarkten wereldwijd wat weg omdat macro-cijfers teleurstelden en telkens bevestigden dat de beste periode intussen achter ons ligt. Zelfs in de VS was er sprake van een verzwakkende groei

want in mei werden in de VS slechts 75.000 nieuwe arbeidsplaatsen gecreëerd, een van de zwakste banenrapporten van de voorbije 3 jaar. Voor veel marktparticipanten was dat het signaal om aan de alarmbel te trekken en de Federal Reserve tot actie aan te zetten.

Het was ook duidelijk dat de aanhoudende handelsoorlog tussen de VS en China zijn tol begon te eisen. De onzekerheid woog op het vertrouwen waardoor bedrijfsleiders investeringen uitstelden en consumenten dreigden op de rem te gaan staan. Op de koop toe koos Amerikaans president Trump nog andere doelwitten. Hij zegde onder meer Mexico de wacht aan met de plotse invoer van handelstarieven om de migratiecrisis te kunnen bezweren, en ook Iran kreeg extra sancties aangesmeerd. De botsing met Iran liep dusdanig uit de hand dat Trump op een haar na de toestemming gaf voor een vergeldingsactie op het land.

Uiteindelijk gingen alle hoofdrolspelers overstag. De Federal Reserve gaf bij monde van zijn voorzitter Jerome Powell aan dat er verschillende renteverlagingen in het verschiet liggen terwijl de ECB liet weten maatregelen te plannen om de economische groei en inflatie aan te zwengelen. Daarenboven rookte Trump tijdens de G20-meeting in het Japanse Osaka de vredespijp met China en enkele andere landen. Hij ontmoette er Chinees president Xi en beiden beloofden werk te maken van een oplossing voor de handelsoorlog.

Al deze elementen, en dan vooral de bocht van de Amerikaanse centrale bank, zorgden ervoor dat de beurzen in juni een sterke klim konden neerzetten. De S&P 500 ging er de voorbije maand in dollar met +7.07% op vooruit en rondde bijna de kaap van de 3000 punten. De technologie-index Nasdaq deed met een winst van +7.5% in dezelfde maand zelfs nog beter. De MSCI Europa veerde met +4.5% op maar sloot Q2 op hetzelfde niveau af als einde maart. Hetzelfde gold trouwens voor de MSCI EM-index (+6.3% in juni).

De versoepeling van de centrale banken zorgde op de obligatiemarkten zowel in de VS als in de eurozone voor een heel forse daling van de rentevoeten. In de eurozone kreeg een recordbedrag aan staatspapier een negatieve rente achter zijn naam. Voor het eerst in haar geschiedenis zakte ook de Belgische rente op 10 jaar onder de nulgrens. Zelfs in Spanje en Portugal vielen staatsobligaties tot een looptijd van 7 jaar onder het vriespunt. Ook in de VS was de rentedaling spectaculair te noemen. Zo viel de rente op 10 jaar in de maand juni terug onder de 2%. In december 2018 noteerde ze nog boven de 3%.



## Hoe ver gaan centrale banken?

Het wordt nu uitkijken naar hoe ver de centrale banken uiteindelijk zullen gaan. Zal de Federal Reserve dit jaar ook effectief 2 tot 3 renteverlagingen doorvoeren hetgeen de aandelenmarkten waarschijnlijk zal blijven ondersteunen? Of is de markt iets te optimistisch in haar verwachtingen en zal de sterke arbeidsmarkt en consumentenuitgaven de Fed op andere gedachten brengen? Een sterke vertraging van de Amerikaanse groei lijkt zich alvast niet af te tekenen terwijl niemand nog lijkt wakker te liggen van inflatie.



Ook de Europese Centrale Bank heeft de markten ondersteund met nieuwe beloftes van een nog lagere rente en het heropstarten van stimuleringsmaatregelen. Het zijn voornamelijk de centrale banken die tot dusver in 2019 de marktbevingen hebben bepaald. De komende weken en maanden zal elk woord die de centrale bankiers uitspreken worden gewikt en gewogen en telkens zal de vraag worden gesteld hoe ver ze zullen gaan.

Daarnaast is het natuurlijk te verwachten dat president Trump zijn stempel zal blijven drukken op de gebeurtenissen en de richting van de markt, al dan niet via rake tweets. In elk geval lijkt zijn herverkiezing in 2020 nadrukkelijker op de voorgrond te treden. Gaat hij zich nu gematigder opstellen en zal hij proberen zo weinig mogelijk potentiële kiezers tegen de haren te strijken? Het valt af te wachten maar het feit dat hij de hand reikte naar de Chinezen tijdens de laatste G20-top lijkt dit alvast aan te geven. Van een definitief handelsakkoord is evenwel geen sprake, in het beste geval heeft Trump tijd gekocht (en kopen Chinezen opnieuw Amerikaanse landbouwproducten).

Druk zal hij wel blijven leggen op de centrale bank om de rente te verlagen. De voorbije maanden spaarde hij zijn kritiek op de instelling niet. Hij stelde zelfs dat indien de Fed de rente niet zo vaak had verhoogd de beurzen nog op een hoger niveau zouden staan. Trump liet zelfs

doorschemeren dat hij plannen heeft gekoesterd om Fed-opperhoofd Powell te laten vervangen. Trump heeft reeds meermaals zijn lot verbonden met de aandelenmarkten: hij is dus gebaat bij hoge beurskoersen.

## Europa: licht negatief voor aandelen

We zijn nog steeds onderwogen in Europese aandelen gezien de economie verdere tekenen van verzwakking blijft vertonen. De ECB heeft haar groeiverwachtingen voor de eurozone voor 2019 neerwaarts herzien tot 1,2% en voor 2020 en 2021 tot 1,4%. Vooral de industriële sector, onder meer in locomotief Duitsland, weegt op de groei. De handelsspanningen spelen ook hier een rol en zorgen voor uitstel van orders. De positieve dynamiek in de arbeidsmarkt in de grootste EU-landen zorgt dan weer voor tegengewicht.

De inflatievooruitzichten zakken verder weg, hetgeen de ECB verdere ruimte biedt om stimulerende maatregelen door te voeren zoals onder meer de rente verder te verlagen tot in negatief territorium en de banken van goedkope kredieten te voorzien. Ook de gemiddelde waardering van Europese aandelen is met een verwachte koers/winst-verhouding van 14.3 en een koers/boekwaarde van 1.8 niet overdreven.

Ten opzichte van bedrijfsobligaties van goede kwaliteit (investment grade) en Europees hoogrentend papier zijn we neutraal. Het aantal wanbetalers ligt momenteel zeer laag en we verwachten dat dit aantal door de ondersteunende ingrepen van de ECB ook op een heel laag niveau blijven. Staatspapier uit de eurozone, en zeker Duits staatspapier, mijden we gezien de alomtegenwoordige negatieve rente. Op Italiaans papier blijven we neutraal nu de spread tot meer normale niveaus zijn teruggekeerd.

## VS: kortlopend staatspapier blijft aantrekkelijk

Voor Amerikaanse aandelen zijn we nog steeds neutraal. Consumptie, goed voor twee derden van de economie, blijft op een hoog toerental draaien maar de activiteit in productie- en industriële sectoren laat toch een vertraging zien.

Daarenboven kunnen we ons niet van de indruk ontdoen dat de markt te optimistisch is wat het aantal renteverlagingen betreft aangezien de Amerikaanse economie hoe dan ook solide blijft. Daarenboven noteren de Amerikaanse aandelenindices op een zucht van hun historische niveaus en zijn ze toch al wat vooruitgelopen op de feiten. Amerikaanse aandelen noteren tegen een



gemiddelde verwachte koers/winst-verhouding van 18 ook historisch hoog.

Kortlopend Amerikaanse overheidspapier blijven we interessant vinden ondanks de verschillende renteverlagingen die in de pijplijn zitten. Op een Amerikaanse staatsobligatie met een looptijd van 2 jaar krijgt men nog altijd 1.9% tegenover zo'n 2.3% einde maart. De rentecurve in de VS is nog steeds heel vlak waardoor er nauwelijks extra rendement is voor papier met een langere looptijd. Zo stond de rente op 10 jaar eind juni op nauwelijks 2.0%: voor langlopend overheidspapier blijven we dan ook negatief.

Op de kredietmarkten zijn de rentevoeten sterk teruggevallen maar de spreads (de extra vergoeding bovenop staatspapier voor het nemen van kredietrisico op bedrijven) zijn het voorbije kwartaal redelijk ongewijzigd gebleven. We wijzigen onze visie hier niet. Voor bedrijfsobligaties van goede kwaliteit (Investment Grade) blijven we neutraal. Op 5 jaar bedraagt de gemiddelde spread 90 basispunten, goed voor een rendement van 2,6%. Voor hoogrentende bedrijfsobligaties (High Yield) blijven we negatief: gedreven door een groot aantal investeerders die op zoek gaan naar rendement, liggen de spreads erg laag en wordt het hogere risico in dit segment te weinig vergoed.

### Ontluikende markten: neutraal over hele lijn

Voor de opkomende markten zijn we minder positief omdat de weg naar een handelsakkoord nog lang is en waarschijnlijk hobbelig zal zijn. We verwachten dan ook dat de volatiliteit geregeld zal blijven opflakkeren. Waar we begin april nog zowel aandelen en obligaties van opkomende markten overwogen, zijn we nu iets voorzichtiger met een neutrale positie.

Het is immers zo dat de impact van de huidige Chinese economische groeivertraging, die sterker is dan verwacht, veel meer zal worden gevoeld in de opkomende landen dan in het westen. De export van opkomende landen zoals bijvoorbeeld Vietnam of Maleisië naar China is goed voor zo'n 10% tot 15% van de economie, terwijl dat voor de eurozone minder dan 2% bedraagt. De aandelenmarkten in de ontluikende markten blijven echter aantrekkelijk geprijsd: gemiddeld noteren ze tegen 11.2 keer de verwachte winst.

### Dollar en goud

Op de wisselmarkten hebben heel wat speculanten hun positieve visie op de dollar recent afgebouwd omdat de markt uitgaat van een aanzienlijke versoepeling van de monetaire politiek in 2019. Wij blijven echter licht positief voor de dollar omdat de vergoeding op vastrentende producten in USD interessant blijft ten opzichte van andere munten zoals de euro. Ook al knipt de Fed verschillende keren in de rente, toch zal de balans duidelijk naar de Amerikaanse munt met momenteel een reële rente van bijna 1% blijven overhellen.



Voor goud ten slotte zijn we positief omdat de economische onzekerheid toch is toegenomen en ook het vooruitzicht op verschillende renteverlagingen de dollar versus goud minder aantrekkelijk maakt.

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