



Op de financiële markten is de relatieve rust van de zomermaanden definitief verdwenen. De Italiaanse politieke crisis laait weer op terwijl de stijging van de langetermijnrente in de VS de gemoederen verhit. Bij de start van het vierde kwartaal verloren de belangrijkste indices enkele procenten. Is de toon gezet voor de rest van het jaar of is het slechts de zoveelste tijdelijke dip? We houden alvast verschillende elementen goed in het oog om eventueel de komende weken en maanden onze strategie bij te schaven.

Kwartaal van de divergentie

In het derde kwartaal viel vooral het uitdiepen van de kloof tussen de Amerikaanse aandelenmarkten en de rest op. De S&P-index won in Q3 ruim 5% terwijl de MSCI Europe ter plaatse trappelde en de MSCI EM 2% kwijtspeelde. De enige markt die de Amerikaanse naar de kroon kon steken was de Japanse: de Nikkei 225-index dikte zelfs met 10% (in lokale munt) aan.

De discrepantie geeft aan dat de vrij gesloten Amerikaanse economie op volle toeren blijft draaien en weinig hinder van het almaar uitdeinende handelsgeschil met China ondervindt. De VS loopt op economisch vlak duidelijk voor op de rest van de wereld en hoewel het einde van de economische hoogconjunctuur stilaan in zicht komt, toonde de groei in het voorbije kwartaal geen tekenen van verzwakking. Het gevolg is wel dat de Federal Reserve doorging op zijn elan en de rente in september wederom met 25 basispunten verhoogde tot 2 à 2,25%. In december wordt verwacht dat de Fed nogmaals over de brug zal moeten komen. Door de sterke onderliggende economie zat ook de 10-jarige rente in de lift en deze steeg eind september weer boven de 3%.



De Europese aandelenmarkten bleven het voorbije kwartaal om verschillende redenen achter. De inzinking van de Turkse beurs en munt zorgden in augustus voor

Europese verliezen, vooral dan in de banksector, terwijl de gespannen relatie tussen de Italiaanse machthebbers en de EU van tijd tot tijd voor zure oprispingen zorgde. Dit laatste deed de rentespread tussen Duits en Italiaans schuld papier oplopen waardoor de schijnwerpers weer volop op de precare financiën van het Zuid-Europese land werden gericht. Door de hoge schuldgraad wordt daar vandaag niemand vrolijk van.

Ondertussen bleef het hete Brexit-hangijzer boven de markt hangen. Daarenboven vertraagde de economische groei in zowat alle grote Europese landen, zo ook in Duitsland. De vrees dat een handelsconflict met de VS toch weer ten tonele zal verschijnen, doet veel economische actoren een afwachtende houding aannemen. De economische vertraging in verschillende opkomende landen is evenmin goed nieuws voor deze open economieën. Niet toevallig was de Duitse Dax-index één van de zwakst presterende indices.



De opkomende markten, die in Q2 nog de gebeten hond waren, konden zich evenmin herpakken. Het Amerikaans-Chinees handelsconflict en de Chinese vertragende groei blijven als een donkere wolk boven deze landen hangen. In schril contrast stond de Japanse aandelenmarkt die het voorbije kwartaal in topvorm was. De Nikkei 225-grademeter klokte eind september zelfs af op het hoogste niveau sinds 1991. Alles zat mee in het land van de Rijzende Zon. De yen verzwakte en krikte de aantrekkelijkheid van Japanse activa (en exporteurs) op. De defensieve kwaliteiten van Japanse aandelen kwamen gezien de huidige onzekere wereldeconomie bovendrijven en werden door internationale beleggers enorm gesmaakt. Op macro-economisch vlak ging het bovendien de juiste richting uit terwijl op de koop toe de marktvriendelijke Shinzo Abe in september als premier werd herverkozen.



Vooruitzichten: rente quo vadis?

Q4 is onder een slecht gesternte gestart vooral door toedoen van de forse opstoot van de Amerikaanse 10-jarige rente. Die steeg op enkele dagen tijd van 3,05% tot boven de 3,20% uit vrees dat de sterke Amerikaanse economie over haar toeren zou kunnen gaan en de inflatie een duwtje in de rug zal bezorgen. Zo kwam de werkloosheidsgraad in de maand september op 3,7% uit. Op een bepaald ogenblik zal deze hoogconjunctuur en krappe arbeidsmarkt tot inflatie moeten leiden of toch niet? Volgens de Federal Reserve is er geen gevaar: de instelling ziet de inflatie minstens tot 2020 rond de 2% blijven, zijn doelstelling. In elk geval zullen marktwaarnemers de komende maanden vooral oog hebben voor de langetermijnrente. Als deze zou verder stijgen tot 3,5% à 3,6% dan wordt verwacht dat steeds meer (institutionele) beleggers voor obligaties zullen kiezen. De concurrentie voor aandelen, die tot nu toe dankzij de extreem lage rente het rijk voor zich alleen hadden, zal dan ook toenemen. Opvallend is dat vooral de aandelen met een hoge waardering, zoals technologiewaarden, na de rente-opstoot de zwaarste klappen kregen.

En hoe zal de situatie rond een andere hete aardappel, Italië en zijn te groot begortingstekort zich verder ontwikkelen? Het moge duidelijk zijn dat we het laatste in deze saga nog niet hebben gezien want tot op heden kiest de Italiaanse regering resoluut voor een confrontatie met de Europese Unie. De markten hebben er alvast geen goed oog in want de Italiaans rente op 10 jaar is al tot boven de 3,50 % opgelopen, het hoogste punt sinds de Europese schulden crisis in 2011 en goed voor een rentespread ten opzichte van Duits papier met dezelfde looptijd van 300 basispunten. Een verdere toename van onzekerheid rond het land kan de eurozone meer dan ooit missen nu de economische groei wat stukt en het vertrouwen van zowel consumenten als bedrijven op de proef wordt gesteld, al wordt verwacht dat dit niet zo'n vaart zal lopen.

Het is afwachten hoe de euro verder gaat reageren op deze heisa. De eenheidsmunt leek begin september eerder op weg naar 1,20 tegenover de dollar maar nu lijkt de zone tussen 1,10-1,15 meer realistisch. De ECB blijft ondertussen de kranen openzetten. Op middellange termijn zien we de euro wel weer aan kracht winnen tegenover de greenback, wanneer de ECB uiteindelijk zijn

monetaire politiek gaat verstrakken. Vanaf 2019 verwachten we hierin voor het eerst veranderingen.



En wat te denken van de olieprijs? Het zag er een tijdje naar uit dat de opmars tot het verleden behoorde want eind augustus neigde de prijs opnieuw naar 65 USD per vat. Maar daarna was het hek weer van de dam en op enkele weken tijd werd de grens van 75 USD gesloopt. De vraag is nu wat de impact van het verdwijnen van Iran als producent op het aanbod zal zijn. In november worden immers de Amerikaanse sancties van kracht. Zullen de andere grote producenten het ontstane gaatje kunnen dichtrijden. Zo niet, dreigen nog hogere prijzen en dat kan de wereldeconomie missen als kiespijn.

VS

De economische groei en de winstgroei bij bedrijven zijn nog steeds gezond en kunnen ervoor zorgen dat de huidige stierenmarkt blijft duren. Ook de aanhoudende inkoop van eigen aandelen, goed voor in totaal zo'n 800 miljard dollar, en het terughalen van meer dan 1000 miljard dollar die terug uit het buitenland komt, bieden de nodige steun.

Toch is het uitkijken geblazen en zullen we niet op onze lauweren rusten want er tekenen zich verschillende uitdagingen af. Eerst en vooral staat het resultaatseizoen weer voor de deur. Er wordt dankzij onder meer de belastingverlaging een stevige winstgroei verwacht. Zal aan die hooggespannen verwachtingen kunnen worden voldaan? Een ontgoocheling op dit vlak kan voor winstnemingen zorgen en ons het geweer van schouder doen veranderen. Ten tweede is de maand oktober traditioneel gezien altijd volatieler dan andere. Het is niet de eerste keer dat in deze maand het sentiment keert. En ten derde zou een verdere stijging van de 10-jarige overheidsrente voor extra deining



kunnen zorgen. Begin oktober ging die rente al boven de 3,20%

Wat betreft Amerikaanse staatsobligaties zien we dat obligaties met een looptijd van 2 jaar vandaag reeds een rendement bieden van 2,80%. We vinden dit op die vrij korte periode een aantrekkelijke rentevergoeding, zelfs als de Fed de rente blijft verhogen. Op papier met een looptijd van 10 jaar valt er slechts een extra 30 basispunten te verdienen en dat is te gering om zich tegen het hogere duratie-risico te beschermen.



De spreads tussen HY-papier en overheidsobligaties met een looptijd van 10 jaar bedragen slechts 3%. Dit marktsegment blijft bovendien een asymmetrisch risicoprofiel vertonen: we verwachten niet meteen een toename van het aantal wanbetalers maar als dat toch zou gebeuren, zouden de verliezen niet te overzien zijn. Voor bedrijfspapier van hoge kwaliteit zijn we neutraal. Het rendement ligt over het algemeen zeer laag, een teken dat de economie gezond is en er nauwelijks bedrijven zijn die hun financiële verplichtingen niet kunnen nakomen.

Europa

Voor Europese ziet het plaatje er enigzins anders uit omdat er twee tegengestelde krachten actief zijn die elkaar min of meer in evenwicht houden.

Enerzijds zijn er verschillende onzekerheden, die ook al in Q3 speelden, zoals de crisis in Italië, de politieke problemen in Duitsland en Frankrijk, de vertragende groei van de grote landen, het toenemend protectionisme en Brexit. Anderzijds zijn er ook punten die in het voordeel van Europese aandelen pleiten. Europese aandelen zijn tegen een gemiddelde koers/winst-verhouding van 15 nog steeds aantrekkelijk geprijsd terwijl veel Europese exporteurs vandaag een

duwtje in de rug krijgen van de zwakkere euro. Ten slotte houdt de ECB haar monetaire politiek onveranderd waardoor de rentevoeten op een zeer laag niveau liggen en de financieringsvoorwaarden zeer gunstig blijven.

Op obligatievlak zien we een eventuele opportuniteit voor Italiaans overheidspapier gezien de overreactie van de markt. De spread tussen Italiaans en Duits schuld papier op 10 jaar bedraagt meer dan 300 basispunten en dat vinden we te veel van het goede. Italiaans papier noteert momenteel alsof het een BB+/BB-rating heeft terwijl dat in werkelijkheid BBB is. Het lijkt wel of de markt rekening houdt met een Italexit terwijl het Zuid-Europese land duidelijk heeft aangegeven dat niet te willen. Andere overheidsobligaties uit de eurozone en zeker papier uit Duitsland blijven we mijden. De aangeboden rentevergoeding ligt gewoon veel te laag.



Voor bedrijfsobligaties liggen de spreads vandaag met overheidspapier te laag om dergelijke papier aan te schaffen. De rentes op hoogrendend bedrijfspapier zijn dan weer verder toegenomen. Desondanks laten we deze obligaties, onder meer door de gebrekkige liquiditeit en de grote potentiële verliezen indien het met de economie fout zou lopen, links liggen.

Opkomende landen

Er is de voorbije kwartalen veel te doen geweest over de opkomende landen (en hun neergang). We zien echter licht aan het einde van de tunnel voor dit marktsegment. We geloven dat de bodem stilaan in zicht komt omdat we vinden dat het handelsconflict en zijn gevolgen al voldoende in de koersen zijn verrekend. Er is de voorbije maanden al veel geld uit de ontluikende markten weggevloeid en iedereen die heeft willen verkopen, heeft dat ondertussen gedaan. De komende maanden zouden



we het geweer van schouder kunnen veranderen. Het is alvast positief dat de meeste munten uit deze landen zich recent hebben gestabiliseerd.



Een segment waar we eventueel potentieel zien is kortlopend schuld papier uit de opkomende landen zowel uitgedrukt in dollar als in lokale munten. Door de oplopende handelsspanningen heeft de iBlox global EM Bond, een graadmeter voor obligaties uit de ontluikende markten, sinds begin dit jaar reeds 15% van haar waarde verloren. De rentevergoedingen hebben dan ook redelijk aantrekkelijke niveaus bereikt.

We kunnen niet anders dan onderstrepen dat de onderliggende economieën en de overheidsfinanciën vandaag veel sterker zijn dan 10 jaar geleden voor de opkomende markten terwijl de markt voor schuld papier zich over dezelfde periode flink heeft ontwikkeld. Er is nu ook een betere mix van obligaties in USD en in lokale munten hetgeen de bedrijven minder afhankelijk maakt van USD bewegingen. Aangezien deze laatste na de daling goedkoop zijn geworden, kan dit type van papier ook interessant zijn. Onze voorkeur gaat naar kortlopend papier omdat het risico dan beduidend lager ligt en we hierdoor extra veiligheid inbouwen.

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 vervoerd worden 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.