



Luxemburg – 18 september 2019. Wie dacht dat de financiële markten het rustig aan zouden doen tijdens de zomermaanden, was eraan voor de moeite. Zowel op de aandelen- als op de obligatiemarkten vielen enorme koersbewegingen te noteren. En doordat zoveel is gebeurd, komen we iets vroeger dan normaal met onze kwartaalupdate.

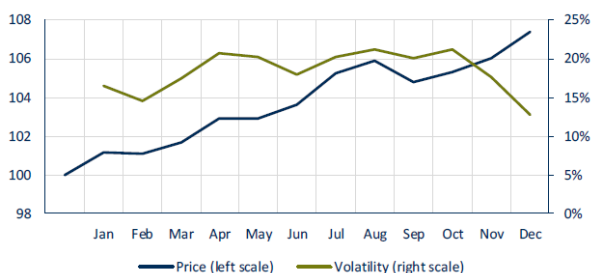
Fishing for yield



Van record naar inzinking en terug

Op de financiële markten kan men toch nooit op beide oren slapen en al zeker niet tijdens de zomermaanden. Traditioneel gaan veel beleggers ervan uit dat door de verlaagde liquiditeit (veel marktparticipanten zijn op vakantie) het er rustiger aan toe gaat. Niets is minder waar want juli, augustus en eigenlijk ook september zijn historisch gezien eerder maanden waar het opletten is geblazen. Ondanks het bijgeloof en enkele tegenvoorbeelden zoals de crash van 1987 is oktober gemiddeld genomen over de laatste 90 jaar dan weer wel een rustige en gemiddelde maand.

S&P 500 average performance and volatility 1927 - 2018



De zomer begon zonder complexen met nieuwe records voor verschillende indices op Wall Street. Zo zette de technologierijke Nasdaq Composite op 26 juli met 8339 punten een nieuw record neer. Ook de belangrijkste

Europese beursindices noteerden op hun hoogste niveau in meer dan anderhalf jaar. Het zag ernaar uit dat het handelsconflict tussen China en de VS zou worden opgelost terwijl de economische verzwakking monetaire steun van centrale bankiers met zich zou meebrengen.

Begin augustus keerde echter het sentiment toen de Amerikaanse president als aanjager weer met getrokken messen tegenover de Chinezen ging staan. China wordt door de VS sinds recent zelfs officieel als muntmanipulator bestempeld, iets dat jaren voor onmogelijk werd gehouden. En verwijten vlogen in het rond en nieuwe tarieven werden geheven. Deze ommezwaai had velen verrast.

Daarenboven nam de vrees voor een economische vertraging sterk toe toen – zoals wel vaker het geval in het voorbije jaar – meer macro-cijfers begonnen tegen te vallen en in de grote economieën steeds meer werd geklaagd over een verminderde economische activiteit. In de VS rolde zelfs het R-woord over de tongen van zodra een inverse rentecurve weer op de tabellen verscheen. En in Duitsland kromp de economie in Q2 zelfs met 0,1%. Daarenboven had Fed-voorzitter Jerome Powell slechts een beperkte renteverlaging van 25 basispunten doorgevoerd en zich eerder terughoudend rond bijkomende renteverlagingen opgesteld. De markt was niet tevreden met de Fed, net als Trump die zijn ongenoegen zoals gebruikelijk uitte in verschillende tweets. Ten slotte zaten beleggers ook met de Brexit-impasse en de dreiging van geweld in Hong Kong in hun maag.

De aandelenmarkten kregen rake klappen: de Duitse Dax zakte op iets meer dan een week 9,5% en de Dow Jones liet 7,5% liggen. Maar het waren de obligatiemarkten die voor het meest opmerkelijke nieuws zorgden. In de VS viel de 10-jarige rente in die periode terug van 2,05% tot 1,55%, een zelden geziene daling. Beleggers zoeken bescherming tegen een vertragende economie en mindere vooruitzichten voor aandelen en zochten de zekerheid van Amerikaans staatspapier op.

Naar het einde van augustus toe rechtte de markt echter haar rug en sindsdien keken de verschillende aandelenindices niet meer achteruit. De soep wordt immers nooit zo heet gegeten als ze wordt opgediend. Als bij wonder ontdooide plots de relatie tussen de VS en China. Er komt tussen de twee protagonisten zelfs een meeting begin oktober. De onzekerheid nam af en veel beleggers kregen weer hoop dat de huidige economische groeivertraging slechts tijdelijk zou zijn, zeker als de centrale banken weer alle registers zullen opentrekken.



Het ging zelfs zo hard dat op Wall Street opnieuw naar nieuwe records kan worden uitgekeken. Daarnaast kwamen er ook uit Europa hoopgevende signalen. In Italië werd een regering gevormd, de roep voor een harde Brexit verliest aan kracht en de economie doet het niet overal minder goed zoals in Frankrijk.

Hoe moet het nu verder? Verzwakt wereldwijde economie nog?

De vraag is nu of de markt niet te ver vooruitgelopen is op de feiten en niet te veel beleggers een roze bril ophebben. Wordt er niet te veel verwacht van de centrale banken (lees: Federal Reserve) en van de ontdooiing tussen China en de VS? Voorzichtigheid blijft geboden want zoals we het voorbije jaar al verschillende keren hebben gezien, kan de stemming plots omslaan. En aan heikele punten geen gebrek, vandaar dat we positief blijven voor goud en overheidsobligaties als uitstekende dekking zien tegen de onzekerheid. Als de beurzen opnieuw verzwakken, is er immers een grote kans dat de rente opnieuw zal de rente wegzakken. We zijn er niet van overtuigd dat we ons vandaag noodzakelijkerwijs al op de dieptepunten van de rente bevinden.

Het wordt uitkijken wat de Federal Reserve bij zijn volgende vergadering gaat doen (18 september). De markt rekent alvast op een krachtig signaalhoewel de Amerikaanse economie het goed blijft doen. Vooral de Amerikaanse consument lijkt van geen ophouden te weten en houdt de Amerikaanse groei recht. De werkloosheid ligt bovendien op het laagste peil in decennia terwijl (loon)inflatie uitblijft.

De Fed bevindt zich dus in een lastig parket, vooral omdat de druk uit het Witte Huis onverminderd aanhoudt. President Trump wil stevige renteverlagingen, niet alleen om de economie verder te stimuleren nu de verkiezingen van 2020 dichterbij komt maar ook om wind uit de zeilen van de volgens hem te sterke dollar te nemen. Het helpt niet dat begin augustus de 2-jarige rente boven de 10-jarige steeg waardoor er een inverse rentecurve verscheen. Vaak is dat een voorbode van een recessie maar het risico daarop schatten we toch vrij laag in voor het komende jaar. Hoe dan ook is het lijntje tussen te veel doen en te weinig doen, voor de Fed vandaag heel dun. En de markten willen vooral op hun wenken worden bediend. De ECB heeft alvast de nodige duiten in het zakje gedaan door de rente te verlagen en extra QE aan te kondigen.

Daarnaast is ook de vraag of China en de VS eindelijk een akkoord zullen sluiten of dat het welles/nietes-spelletje zal aanhouden. Er komt begin oktober een meeting

tussen beide partijen terwijl de laatste weken elk op hun beurt water bij de wijn hebben gedaan. Het is duidelijk dat er meer goodwill is dan een maand geleden maar of dat voldoende zal zijn om een akkoord te sluiten, is een andere vraag. Het is alvast een feit dat voor beide protagonisten de tijd stilaan begint te dringen want het kan niet worden ontkend dat de handelsoorlog toch op de economie begint te wegen. Het zorgt voor onzekerheid en het uitstellen van bedrijfsinvesteringen.

En recent is er de vraag bijgekomen of de rust op de oliemarkt en het Midden-Oosten snel kan terugkomen. Want na de koersopstoot van maandag 16 september (de sterkste stijging ooit opgemeten op een handelsdag) na de drone-aanvallen op Saoedische olie-installaties, staat de olieprijs op het hoogste niveau in 3 maanden en is ze opnieuw boven 60 USD per vat uitgestegen. Een koersstijging die de fragiele wereldeconomie vandaag kan missen als kiespijn.



Ten slotte wordt het stilaan 'money time' in de afhandeling van Brexit. Een kwestie die niet alleen op het gemoed en de economische activiteit van het Verenigd Koninkrijk weegt maar ook op die van de eurozone. Alvast een meevaller is de vorming van een Italiaanse regering. Hiermee lijken de anti-EU krachten stilaan bedwongen en kan de focus worden verschoven op hoe kan de politieke wereld de economie een duwtje in de rug bezorgen. Zelfs in Duitsland wordt nu al gesproken om de strikte begrotingsdiscipline te versoepelen. Want de economie blijft kwakkelen en kan alle hulp gebruiken. Er blijft ons inziens wel nog steeds een redelijke kans dat Trump in de toekomst zou dreigen met de invoer van tarieven op de Europese luxe- of autosector.

Europa: negatief voor aandelen

We behouden strategisch gezien onze negatieve visie voor Europese aandelen. De macro-economische vooruitzichten blijven zwak terwijl Europa steeds meer de karakteristieken van een zogenaamde "value trap" vertoont. Europese aandelen zien er tegen een verwachte



koers/winst-verhouding van 14,25 op het eerste zicht interessant uit en zouden beleggers over de streep kunnen trekken om het gewicht van Europese aandelen in hun portefeuille te verhogen. Houdt men echter rekening met de zwakke economische groei en de talloze uitdagingen waarvoor het Oude Continent staat, dan vinden we die 'onderwaardering' gerechtvaardigd. We hoeden ons ook voor mogelijke handelstarieven die Amerikaans president Trump zou kunnen instellen.

En de economische groeiverzwakking in de eurozone zet zich inderdaad verder. Het vertrouwen in de economie brokkelt af terwijl vooral de industriële sector en de maakindustrie achteruitboert. Duitsland, nog steeds het economisch kloppende hart van de eurozone, zit zelfs dicht tegen een recessie. Geen wonder dus dat de ECB recent nog haar groeiverwachtingen voor de eurozone voor de komende 2 jaar neerwaarts heeft herzien. Voor 2019 rekent de ECB nu nog op een groei van 1,1% en voor 2020 zou de economie met 1,2% moeten groeien. Deze zwakte heeft de Europese Centrale Bank wel aangezet om met extra maatregelen over de brug te komen en opnieuw haar monetaire beleid te versoepelen. Het is nog maar zeer de vraag of de ECB ook werkelijk nog een grote impact op de reële economie heeft.



Zoals we eerder al aangaven gebruiken we overheidspapier als dekking. Aandelen en obligaties zijn vandaag communicerende vaten. Doet de ene het goed, dan loopt het minder goed met de andere. Ten opzichte van bedrijfsobligaties van goede kwaliteit (investment grade) blijven we neutraal. De marktomstandigheden zijn nog steeds gunstig maar de rente weerspiegelt dit en ligt dan ook laag. Rond Europees hoogrentend papier behouden we ons negatief standpunt. Risico wordt heel weinig gecompenseerd en we verkiezen aandelen boven hoogrentende obligaties in euro.

VS: kortlopend staatspapier blijft aantrekkelijk

Voor Amerikaanse aandelen zijn we nog steeds neutraal omdat er tegengestelde krachten aan het werk zijn. Enerzijds vertraagt de economie en is de waardering aan de hoge kant (verwachte koers/winst-verhouding van 17,7 en koers/boekwaarde 3,3) maar anderzijds heeft de Fed ruimte om te verlagen en heeft Trump zijn lot verbonden met de aandelenmarkten (hij zou beursvriendelijke stimulansen uit zijn hoed kunnen toveren). Ten slotte ondersteunt de inkoop van eigen aandelen de koersen.

Kortlopend Amerikaanse overheidspapier blijven we vandaag interessant vinden zeker gezien de verschillende renteverlagingen die nog in de pijplijn zitten. Op een Amerikaanse staatsobligatie met een looptijd van 2 jaar krijgt men nog altijd 1,5%: een aanvaardbaar niveau in vergelijking met 2-jarige rente in de eurozone. Voor langlopend overheidspapier, waar veel vraag naar is uit het buitenland, zijn we neutraal. De rentecurve is nog steeds vlak waardoor er nauwelijks extra rendement is voor papier met een langere looptijd: zo staat de rente op 10 jaar op nauwelijks 1,5%.

Voor bedrijfsobligaties van goede kwaliteit (IG) blijven we neutraal. Spreads liggen historisch laag maar gezien de degelijke economie en de versoepelende algemene financiële voorwaarden zien we geen toename in wanbetalingen. Voor high yield blijven we negatief. Ook hier is het extra rendement dat kan worden gerealiseerd te laag waardoor het hoge risico te weinig wordt vergoed. In de VS verkiezen we dan ook aandelen boven bedrijfspapier.

Ontluikende markten: obligaties interessant

Voor obligaties uit de ontluikende markten behouden we onze positieve visie. Lagere rentevoeten in de VS zijn meestal goed nieuws voor dit marktsegment terwijl extra stimuli in China voor gemakkelijkere financiering zouden moeten zorgen en het lage aantal wanbetalers zou moeten bestendigen. Daarenboven is de gemiddelde rentevoet aantrekkelijk: de rentespread voor IG-obligaties bedraagt bijna 5% in vergelijking met gelijkaardige US-obligaties en voor High Yield is dat zelfs bijna 6,5%.

Voor aandelen uit de opkomende markten hebben we tactisch gezien een licht ondergewicht in onze portefeuilles. Het uitblijven van een handelsakkoord en de dreiging van extra handelsbelemmeringen kunnen op deze markten blijven wegen en de volatiliteit ervan opdrijven. Nochtans zijn de EM-aandelenmarkten tegen



12 keer de verwachte winst niet duur geprijsd. Dit biedt op termijn perspectieven.

Dollar en goud

Op de wisselmarkten blijven we positief voor de dollar zolang er geen handelsakkoord is. Als deze er wel zou komen dan zal dat nefast zijn voor de Amerikaanse munt aangezien de onzekerheid dan afneemt en de dollar minder als vluchtmunt dienst zal doen. Daarenboven blijft de vergoeding op vastrentende producten in USD interessant ten opzichte van andere munten zoals de euro ook al zal de Fed nog verschillende keren in de rente knippen. Ook in andere economieën blijven de centrale banken trouwens de rente verlagen.

Voor goud blijven we positief omdat de economische vooruitzichten onzeker blijven en omdat de geldhoeveelheid ongetwijfeld verder zal toenemen rekening houdende met de wereldwijde monetaire versoepelingen.

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