

**Luxemburg – 6 november 2019. De markten zijn sinds vorige maand duidelijk optimistischer gestemd nu een handelsakkoord tussen de VS en China terug in de maak lijkt, de Brexit-perikelen heel even van het toneel zijn verdwenen en de economische vooruitzichten lichtjes verbeterden. Op Wall Street is een recordjacht gaande en in Europa tikten de meeste indices de hoogste niveaus van de afgelopen jaren aan. De langetermijnrente steeg daarenboven opnieuw in de VS en zelfs in Europa.**

### Voorwoord

De voorbije maand is het sentiment duidelijk verbeterd waardoor beleggers terug bereid waren om meer risico te nemen. Op Wall Street zetten de belangrijkste indices zoals de brede S&P500 en de technologierijke Nasdaq nieuwe hoogtepunten neer terwijl in Europa de meeste beursbarometers koersniveaus aantikten die al enkele jaren niet meer gezien waren. De Franse CAC40-index spande, vooral dankzij de sterke prestatie van de producenten van luxegoederen, de kroon door voor het eerst weer boven de koersen van voor de financiële crisis uit te komen. Voor de Duitse Dax-index, die meer uit bedrijven bestaat die het van internationale handel en investeringsgoederen moeten hebben, is dat nog niet het geval. Belangrijke kanttekening bij deze recordhoogtes is dat deze indices geen rekening houden met dividenden. Dit zijn dus populaire krantenkoppen die het algemene sentiment – vooral bij de kleine belegger – mee bepalen, maar fundamenteel zijn deze records eigenlijk niet meteen van groot belang bij het evalueren van de markten.

Het optimisme was zeker ook zichtbaar op de obligatiemarkten. De 10-jarige rente op Amerikaans staatspapier steeg naar 1,8% en haar Duitse tegenhanger ging van -0,6% tot -0,35%. De ECB gaat echter weer beginnen met het opkopen van staatsobligaties hetgeen de rentes op Europees staatspapier zeker verder zal blijven onderdrukken.

Begin oktober was er nochtans geen reden tot juichen want tijdens de eerste handelssessies werden zware verliezen geboekt. Enkele tegenvallende macro-cijfers lagen aan de basis van die terugval. De zwakte bleek echter van korte duur omdat steeds meer positieve geluiden rond het aanslepende handelsdispuut tussen de VS en China te horen waren. De twee tenoren zouden een eerste, tussentijds akkoord genegen zijn om daarna in alle

rust naar een breder akkoord te kunnen toewerken. Daarenboven kwam er geen harde Brexit op 31 oktober, een scenario waar de markten tot eind september toch nog heel sterk mee hadden rekening gehouden. De nieuwe exitdatum staat op 31 januari 2020 met een algemene verkiezing op 12 december van dit jaar. Er is dus nog steeds geen oplossing en de onzekerheid houdt aan, maar het allereerste scenario heeft zich in oktober alvast niet afgespeeld.



Bovendien bleken de bedrijfswinsten voor Q3 goed mee te vallen en verslechterden de meeste macro-cijfers niet verder waardoor men ervan uitging dat de economie aan het uitbodemen is. En vergeten we ook de centrale banken niet die met hun acties de markten rechtstreeks en onrechtstreeks blijven ondersteunen. De Federal Reserve verlaagde midden oktober zijn rente nadat de ECB eerder zijn nieuw stimuleringsplan had aangekondigd.

Zijn er eigenlijk nog neerwaartse risico's? Zeker en deze bevinden zich vooral in politieke hoek. De handelsoorlog tussen China en de VS kan elk moment weer oplaaien. Er zijn immers nog veel details die moeten worden uitgeklaard en wie zou zijn hand ervoor in het vuur steken dat president Trump niet op elk moment de markten weer even onderuit kan tweeten? En zijn de VS bereid om de handelstarieven in te trekken indien China niet met toegevingen over het openstellen van zijn markt en de bescherming van intellectuele rechten over de brug komt? Ook Brexit kan plots weer roet in het eten gooien. In Europa blijft het ten slotte uitkijken of de economie niet opnieuw verzwakt. De structurele problemen blijven immers onopgelost.

### Belangrijke data

Vandaag zijn beleggers alvast gunstiger gestemd dan een maand geleden. Toch kan het geen kwaad om bepaalde data die mogelijk voor deining kunnen zorgen of het huidige optimisme een knauw zouden kunnen bezorgen in de agenda aan te stippen. Deze maand staat er mogelijk een volgende meeting tussen Xi en Trump op de agenda.

De twee belangrijkste centrale banken komen in december bijeen maar veel extra nieuws moet er voorlopig niet worden verwacht. De markt gaat ervan uit dat de Federal Reserve dit jaar geen verdere renteverlagingen meer doorvoert. Wat de ECB betreft wordt het uitkijken naar het eerste optreden van kersvers voorzitter Christine Lagarde. Een drastische koerswijziging zit er niet meteen in. De Brexit-deadline ten slotte is opgeschoven naar volgende jaar: dit lijkt voorlopig een zorg voor later. Het wordt eerst en vooral afwachten wat de nieuwe verkiezingen zullen brengen.

- Onderhandelingen tussen Chinees president Xi en zijn Amerikaanse ambtgenoot Trump: plaats en datum nog te bepalen
- Fed FOMC meeting: 11 december
- ECB-meeting: 12 december
- Verkiezingen VK: 12 december
- Nieuwe Brexit deadline: 31 januari 2020



### Allocatie tussen verschillende activaklassen – Focus op diversificatie

Rekening houdende met de toestand van de economie en het huidige optimisme op de markten, schuiven we enkele beleggingsideeën naar voor.

Binnen aandelenportefeuilles overwegen we kwalitatief hoogstaande Amerikaanse bedrijven met een stabiele en voorspelbare winstontwikkeling. Deze ondernemingen zijn vooral in defensieve sectoren zoals farma en niet-duurzame consumptiegoederen te vinden en zijn vooral large caps.

We maken ons daarnaast op om onze posities in aandelen van de ontluikende markten op te trekken gezien de aantrekkelijke waardering en het feit dat de bodem van de economische vertraging dichtbij lijkt te komen.

In gemengde portefeuilles gebruiken we duratie als indekking. Vooral in de VS is dit zinvol omdat vooral daar de lange termijnrentes nog lager kunnen gaan ondanks de recente stijging. Praktisch kan dit via de aankoop van Amerikaans staatspapier op 10-jaar of via inflatie-gelinkte obligaties, anticiperend op een inflatie die onverwacht hoger kan uitkomen dan vandaag wordt vooropgesteld.

Gezien we ons op het einde van de economische cyclus bevinden overwegen we reële of tastbare activa. Ook beursgenoteerde vastgoedbeleggingen (REITs) horen in dit rijtje thuis. Zoals we al eerder aanhaalden, kunnen ook fysisch goud of edele metalen als diversificatie dienen nu de rente op korte termijn verder wordt verlaagd en cash zijn aantrekkingskracht steeds meer verliest.

Overheidspapier uit de opkomende landen (in lokale munt) en bedrijfsobligaties in USD kunnen als extra diversificatie worden gebruikt. Deze segmenten doen het historisch gezien meestal goed wanneer de rente in de VS verder wordt verlaagd.

### Licht negatief op aandelen, vooral in Europa

We zijn in de huidige context voorzichtig met aandelen gezien de vertragende economie. Omdat de meeste technische indicatoren en het marktsentiment voorlopig positief lijken, blijven we vandaag wel voor het grootste deel belegd totdat marktbevingen ons op een ander idee brengen.

Voor Amerikaanse aandelen zijn we nog steeds neutraal omdat tegengestelde krachten aan het werk zijn. Enerzijds is de waardering aan de hoge kant (verwachte koers/winst verhouding van 18), anderzijds is de monetaire politiek van de Fed ondersteunend terwijl de aanhoudende inkoop van eigen aandelen voor koersondersteuning blijft zorgen.

We zijn nog steeds lichtjes onderwogen voor Europese aandelen hoewel de MSCI Europe en de aandelenmarkt in het Verenigd Koninkrijk het recent goed hebben gedaan. Macro-cijfers blijven immers ondermaats terwijl



de regio met structurele problemen blijft kampen en de ECB deze niet lijkt te kunnen oplossen. Tegelijkertijd is er momenteel geen steun voor fiscale stimulus. Brexit is daarenboven verre van opgelost en de nervositeit zou kunnen terugkomen naarmate de algemene verkiezingen van 12 december dichterbij komen.

Het Oude Continent vertoont ook nog altijd karakteristieken van een value trap. De lage verwachte koers/winst-verhouding van 14 à 15 zou u tot de conclusie kunnen doen komen dat Europese aandelen goedkoop en koopwaardig zijn maar wij zien ze eerder als optisch goedkoop om een goede reden.

Voor aandelen uit de opkomende markten zijn we minder negatief en neigen we meer richting een neutrale positie. De EM-aandelenmarkten zijn tegen 13 keer de verwachte winst immers aantrekkelijk geprijsd en macro-economisch lijken we dichtbij de bodem van de vertraging te zitten. Tegelijk ondersteunt het staakt-het-vuren in het handelsconflict de markt. Ons inziens een interessante opportuniteit op de lange termijn.

### Obligaties als veilige haven

Amerikaans overheidspapier is al sterk in prijs gestegen dit jaar, hoewel er in oktober een terugval werd opgetekend. Deze staatsobligaties blijven ons inziens interessant gezien de verdere renteverlaging die voor 2020 in de pijplijn lijken te zitten (markt rekent op 1 à 2 verlagingen).

Op een Amerikaanse staatsobligatie met een looptijd van 2 jaar krijgt men nog altijd 1.6% in US Dollar: een sterk niveau in vergelijking met de rentes in de eurozone die bij de meeste landen negatief is. De rentecurve is nog steeds erg vlak in de VS waardoor er nauwelijks extra rendement is voor papier met een langere looptijd: zo staat de rente op 10 jaar op 1.8%. Het gunstigere risicoklimaat heeft deze rente sinds de zomer, toen ze op 1.5% stond, doen oplopen.

We gebruiken dit langlopend overheidspapier als contra-cyclische buffer om in gemengde portefeuilles een tegengewicht te bieden aan aandelenrisico. In Europa gaat de ECB deze maand QE weer opstarten waardoor we geen sterke opwaartse druk op de Duitse Bund of zelfs papier van de Zuid-Europese landen verwachten.

Voor bedrijfsobligaties van goede kwaliteit (IG) blijven we neutraal, zowel in de VS als in Europa. Kredietspreads – de extra rente bovenop staatsobligaties ter compensatie voor het kredietrisico op een bedrijf – liggen historisch laag en reflecteren momenteel nog niet echt de verslechterde economische toestand. Toch zien we

voorlopig nog geen verhoging van het aantal defaults waardoor we neutraal blijven ten opzichte van papier met een hoge kredietwaardigheid.

Ten opzichte van hoogrentende obligaties (“high yield”) blijven we eerder negatief gestemd. Hier is het extra rendement dat kan worden gerealiseerd historisch gezien erg laag waardoor het hogere risico ons inziens te weinig wordt vergoed op een moment dat de economie toch nog altijd zwak oogt.

### 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.

### Dollar en goud

Op de wisselmarkten blijven we positief voor de dollar. De Amerikaans munt kan zowel economisch als monetair de beste adellijken voorleggen (de zogenaamde “cyclische” en “monetaire” carry) waardoor internationale beleggers nog steeds de voorkeur aan de greenback geven. Op de middellange termijn zou het tij wel eens kunnen keren indien de Federal Reserve haar monetaire versoepeling voortzet. Ook President Trump heeft al verschillende malen laten blijken dat hij absoluut geen voorstander is van een te sterke dollar. Toch zien we op vandaag nog geen redenen om onze positieve visie op de dollar te wijzigen.



Voor goud ten slotte blijven we onze positieve visie van de voorbije maanden aanhouden, hoewel het edelmetaal voor het ogenblik wat minder blinkt. We blijven positief aanhouden omdat de economie wereldwijd nog steeds vertraagt en de centrale banken nog altijd een zeer soepel beleid voeren waardoor cash minder aantrekkelijk wordt als veilige haven.



## Macro-economische visie Q4 2019



Update november

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 veeleenvoudig 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