



Voor veel beleggers is 2018 een jaar om snel te vergeten. Zowat alle activaklassen gingen erop achteruit met uitzondering van de weinig aantrekkelijke overheidsobligaties terwijl volatiliteit na jaren van afwezigheid opnieuw haar opwachting maakte. Vooral in de traditioneel vrij rustige maand december waren de koersbewegingen (en verliezen) heel prominent.

De onzekerheid is bij de start van het nieuwe jaar duidelijk toegenomen nu de economie op wereldvlak op een lager toerental lijkt te draaien en er op politiek vlak veel onrust heerst, zowel in de VS met de in het rond schoppende president Trump als in Europa waar Brexit als een zwaard van Damocles boven de markten hangt. Door de onzekerheid krabben veel beleggers zich in het haar. Is na de recente stevige aderlating het moment reeds aangebroken om in te stappen of krijgen we nog meer onheil?

Begin januari was er alvast een schuchter herstel en de vraag is of deze heropleving zich zal doorzetten. Hoewel voorzichtigheid geboden is, zijn er in de huidige markten zeker opportuniteiten te vinden. We kijken alvast met veel interesse in de richting van de opkomende landen.

Terugblik 2018

Vooraleer we naar de toekomst kijken, willen we toch even stilstaan bij 2018 dat als bijzonder bewogen kan worden omschreven, na jaren van relatieve rust. Het was een jaar waarin marktwaarnemers meer dan eens op het verkeerde been werden gezet en snel het geweer van schouder veranderden, met forse koersbewegingen tot gevolg.

Nochtans stonden begin 2018 zowat alle lichten op groen en was er geen vuiltje aan de lucht. Zowat overal ter wereld trok de groei verder aan, bleef de rente (en ook het inflatiecijfer) onder controle, scheerden de bedrijfswinsten hoge toppen en stoomden de aandelenmarkten richting nieuwe hoogtepunten. In februari verschenen echter de eerste onweerswolken en viel de markt door toedoen van inflatievrees en de plotse opmars van de Amerikaanse 10-jarige rente, sterk terug. En hoewel er nadien een vlug marktherstel kwam, betekende dit niet het einde van de onrust.

Die Amerikaanse langetermijnrente zou trouwens nog een paar keer voor volatiliteit zorgen, telkens ze boven de 3% zou stijgen. De Amerikaanse economie, en dan vooral de Amerikaanse arbeidsmarkt, bleef immers sterk presteren waardoor er toch wat opwaartse druk op de lonen kwam en de markt zich meermaals zorgen maakte over een terugkeer van het inflatiespook. De Federal Reserve, volop in het normaliseringsproces, zag zich

zelfs genoodzaakt om in 2018 de rente 4 keer te verhogen.



Net na de zomermaanden was van die inzinking op Wall Street geen sprake meer want verschillende indices zetten een nieuw record neer, ook al was de markt een tijdje geprijsd tegen perfectie. De technologierijke Nasdaq-index, onder leiding van de onstuitbare FAANG's (Facebook, Apple, Amazon, Netflix en Google-Alphabet), was het exponent van dit breidelooze optimisme. Met die recordjacht had de Amerikaanse beurs zich duidelijk ontkoppeld van de Europese markten en die van de opkomende markten want deze slaagden er niet in om hun februari verliezen terug te schroeven.

De Europese markten deelden niet in de feestvreugde omdat ze onder meer af te rekenen kregen met een economische groei die aan vaart minderde, politieke onzekerheid in onder andere Italië en rond Brexit en een Europese Centrale Bank die niet wist van welk hout pijlen maken. Een teken aan de wand was dat de euro zich in 2018 op geen enkel moment wist te herpakken. Buitenlandse beleggers hadden gezien het slechte nieuws (en de lage rentevergoeding) weinig zin om in de eurozone te beleggen.

De opkomende markten kregen er ook van langs, vooral in de eerste zes maanden van het jaar. Uiteindelijk sloot de MSCI EM-index 2018 af met een verlies van 16,6% in lokale munt. Er lagen verschillende oorzaken aan de basis van die verzwakking. Vooreerst zoog de hogere rente in de VS veel geld uit ontluikende markten weg. Waarom nog geld beleggen tegen een hoger dan gemiddeld risico als er in de VS risicoloos een aardig rendement kan worden geboekt. Ten tweede bracht de handelsoorlog tussen de VS en China met het wederzijds instellen van handelsbelemmeringen schade toe aan de wereldhandel (en het vertrouwen in de regio). Ten derde waren er enkele problemen in bepaalde landen zoals Turkije, Argentinië,... die zich ook op andere landen afstraalden.



Maar naar het jaareinde toe ontsnapten ook de Amerikaanse aandelenmarkten niet aan de algemene appelflauwte. Enkele zwakke macro-cijfers in combinatie met wild om zich heen schoppende Donald Trump, een Federal Reserve die overzettelijk de rente bleef verhogen en enkele winstwaarschuwingen waren voldoende om de Amerikaanse beursvloer te doen beven.



In december alleen verloor de S&P 500 maar liefst 9,2%. De Amerikaanse 10-jarige rente die begin november boven de 3,2% was gestormd, zakte in één klap tot onder de 2,6%. Sommige waarnemers maakten plots gewag van een nakende recessie. De achteruitgang van de olieprijs was trouwens al even treffend. In oktober nog boven de 75 USD per vat en eind december zelfs onder de 45 USD!

Wat brengt 2019?

Tijdens de eerste handelsdagen van het nieuwe jaar konden de financiële markten zich enigszins herpakken: de belangrijkste indices sprokelden enkele procenten winst bijeen, de rust op de obligatiemarkten keerde terug terwijl de olieprijs zich weer boven de 50 USD nestelde. Beleggers hadden tijdens de overgang van oud naar nieuw duidelijk wat kunnen bezinnen.

Of dit een voorbode is voor een gunstig beursjaar is maar de vraag. In elk geval is het optimisme van begin 2018 niet meer aanwezig. Beleggers hebben hun roze bril afgezet en beseffen weer dat koersen kunnen dalen en spreads op obligatiemarkten kunnen toenemen. Voorzichtigheid is troef. Niemand kan er naast kijken dat zowat overal ter wereld de economische groei kracht verliest, zelfs de oppermachtige Amerikaanse economie heeft het moeilijk om de juiste kadans te behouden, hoewel de arbeidsmarkt er wel zeer sterk blijft. Het wordt uitkijken hoe veel de wereldeconomie uiteindelijk gaat verzwakken en of bedrijven dit snel in hun cijfers zullen voelen. De obligatiemarkten lijken er van uit te gaan dat die economische vertraging niet mals zal zijn.

Velen kijken ook in de richting van het ongeleide projectiel Donald Trump. Het lijkt er toch steeds meer op dat hij bereid is om een oplossing te vinden voor het handelsgeschil met China. Dit zou alvast de slabakkende wereldhandel een boost kunnen geven. Maar met Trump weet men nooit want hij durft het politieke spel hard te spelen (zonder zich al te veel te bekommeren met de mogelijke gevolgen). En wat met de Brexit, die vooral voor tandengeknars zorgt in Europa? Komt er een deal of niet? Deze vaudeville duurt nu al lang genoeg en begint ontegensprekelijk op het gemoed te wegen, getuige de zwakke retailverkoop in het VK en de rest van Europa. Ook de onrust in Frankrijk, de populistische golf in landen zoals Italië, Polen,... doen er geen goed aan.



En wat zullen de centrale banken in 2019 doen? De vraag is maar of de Federal Reserve op zijn elan zal doorgaan of toch zijn toon en ingrepen zal afzwakken. De instelling gaat zich alvast voortaan meer toespitsen op de dagdagelijkse macro-cijfers om haar beleid te bepalen. Een ding is echter zeker: de terugkeer van normalisering van het monetaire beleid en de afbouw van de balansen door centrale banken, die ongetwijfeld mee aan de basis van de volatiliteit van 2018 hebben gelegen, zullen moeten doorgaan, wil men niet nieuwe zeepbellen of onevenwichten creëren.

Hoe dan ook zorgen al deze elementen voor onzekerheid en markten houden niet van dit laatste. Om nog maar te zwijgen van bedrijven die in dergelijke onzekere omgeving investeringen uitstellen. Een doorbraak op één van de vele netelige kwesties zou ongetwijfeld voor opluchting kunnen zorgen, zoveel is duidelijk. In elk geval zijn de aandelenmarkten goedkoper dan vorig jaar, zelfs in de VS zijn aandelen minder prijzig geworden. Een betere basis om mee te starten...

Europa

Voor Europese aandelen nemen we een negatievere visie aan gezien het aanhoudende slechte sentiment en de constante stroom van zwakke macrocijfers.

De laatste maanden ontgoochelen veel economische indicatoren en het steeds verder wegzakken van de



Composite PMI-index, die het vertrouwen van inkoopdirecteurs opmeet en als een voorlopende indicator wordt gezien, tot het laagste peil sinds 2014 is daar een mooi voorbeeld van. De groeiverwachtingen zijn dan ook neerwaarts bijgesteld. Er zijn natuurlijk de handelsspanningen die op de wereldgroei wegen en de Europese exportsector treffen maar intern zorgen enkele heikele punten, zoals Brexit, de onrust in Frankrijk onder invloed van de gele hesjesbeweging en de nakende Europese verkiezingen, voor onzekerheid waardoor veel economische actoren een afwachtende houding aannemen.

In het voordeel van Europese aandelen pleit wel de aantrekkelijke waardering. Daarnaast zorgen het soepele monetaire beleid, waar niet meteen verandering zal in komen, de lage euro en ver teruggevallen olieprijs voor rugwind.

Op obligatievlak zijn we geen koper meer van Italiaans overheidspapier. Ons scenario dat de markten de (politieke) situatie rond het land te negatief hebben ingeschat en de overdrijving uiteindelijk zou verdwijnen, is bewaarheid geworden nu het gekibbel tussen de EU en Italië over de begroting van de baan is. In december nam de spread tussen Duits en Italiaanse schuld papier af met 50 basispunten tot 250, het nieuwe normaal. We verwachten immers niet dat de spread kan terugkeren naar 150 basispunten, het niveau van voor de Italiaanse verkiezingen eerder dit jaar. Andere overheidsobligaties uit de eurozone en zeker papier uit Duitsland blijven we mijden. De aangeboden rentevergoeding ligt gewoon veel te laag. Op 10-jarig Duits papier bedraagt de rente slechts 0,2%!



Ten opzichte van bedrijfsobligaties van goede kwaliteit (investment grade) blijven we positief. De voorbije maand heeft dergelijk papier tijdens de marktturbulentie goed stand gehouden. Op obligaties van dit type kan een rendement tussen 0,8% (gemiddeld op 5 jaar) en 1,5% (op 10 jaar) worden behaald en dat vinden we in de huidige marktomstandigheden een aantrekkelijk voorstel. De spreads op hoogrentend bedrijfspapier zijn in de

laatste maanden flink toegenomen (gemiddelde 2 tot 4%). Desondanks zijn we nog altijd geen koper en blijven we neutraal, onder meer door de gebrekkige liquiditeit en de grote potentiële verliezen die er kunnen worden geboekt indien het met de economie fout zou lopen.

VS

Voor Amerikaanse aandelen zijn we voorzichtig positief gestemd omdat de wereldwijde groeivertraging samen met de verdere vervlaking van de rentecurve op het algemeen sentiment wegen. En hoewel de waarderingen na de forse terugval in december meer in lijn liggen met het historische gemiddelde, is het dieptepunt mogelijk nog niet in zicht. De risicopremie is ondertussen ook gestegen tot 3,8% (begin december slechts 2,8%). We prediken dus voor meer voorzichtigheid.

December was trouwens geen goede maand voor de Amerikaanse aandelenmarkten. De S&P 500 verspeelde in december 9,2% en verloor in 2018 toch nog 6,2% van zijn waarde. Tot eind november vormden de Amerikaanse indices een uitzondering door voor 2018 nog altijd op groen te staan maar aan alle mooie liedjes komt een eind.



De Amerikaanse economie lijkt wat aan sterkte in te moeten toenemen gezien de terugval van de verkoop van nieuwe woningen en de daling van het consumentenvertrouwen maar al bij al blijft ze solide. Het uitstekende jobrapport in december, met de creatie van 312.000 nieuwe arbeidsplaatsen, onderstreepte dit laatste, net als het sterke ondernemersvertrouwen en de niet aflatende groei van de consumentenuitgaven.

En dan is er nog de Federal Reserve, die de voorbije weken tegelijk warm en koud blies. Normaal zou de Federal Reserve, dat in december de leidende rentevoet voor de vierde maal verhoogde in 2018, haar normaliseringsproces moeten voortzetten maar door de vertragende economie en de turbulente beursomstandigheden zou de instelling een pauze kunnen inlassen. Een risico is echter dat de economie oververhit, de lonen verder stijgen en de inflatie wordt aangewakkerd waardoor de Fed toch genooddaakt is



verder te verhogen en uiteindelijk zelf zorgt voor een inverse van de curve, een gegeven waar professionelen van zouden opschrikken. Alles wat de Federal Reserve naar buiten brengt, onder meer bij monde van voorzitter Jerome Powell, zal de komende weken en maanden met argusogen worden gevolgd.

Amerikaans kortlopend papier blijven we interessant vinden maar gezien de eerder aangehaalde vervlakking van de curve biedt langlopend papier te weinig extra rendement. De voorbije weken is het rendement op een Amerikaanse staatsobligatie met een looptijd van 2 jaar van 2,80% tot 2,55% teruggevallen. De vlucht naar kwaliteit en de verminderde vooruitzichten voor de Amerikaanse economie hebben hiervoor gezorgd. Dit is evenwel nog altijd een aantrekkelijke rentevergoeding zeker nu de Federal Reserve zoals eerder aangegeven, mogelijk op de rem zou gaan staan. We blijven negatief staan tegenover langlopend papier want op 10 jaar valt er slechts 2,7% te rapen. Dit extra rendement is te klein voor het extra duratie-risico.

Voor bedrijfsobligaties van goede kwaliteit (IG) blijven we neutraal. Het segment werd door de verkoopgolf in december nauwelijks getroffen. Op 5 jaar is de gemiddelde spread op maandbasis met slechts 10 basispunten toegenomen tot 120, goed voor een rendement van 3,7%. Vrij aantrekkelijk maar voor een belegger in euro die valutarisico loopt, blijven we toch overheidspapier op korte termijn verkiezen. In het high yield-segment was er heel wat verkoopdruk waardoor de waardering niet meer als veel te duur maar terug als redelijk kan worden bestempeld. De spreads tussen HY-papier en overheidsobligaties met een looptijd van 10 jaar bedragen nu 4,3% tegenover 3% begin december. We zijn dan ook niet meer zo negatief. We wachten echter op hogere rendementen om over te gaan tot een positiever advies.

Opkomende landen

Voor aandelen van de opkomende landen worden we licht positief gezien de aantrekkelijke waardering en de aanhoudende fiscale en monetaire stimulus vanuit de Chinese overheid.

De laatste maanden van 2018 slaagden de EM-aandelenmarkten erin zich wat te herpakken van de zware aderlating van tijdens de eerste zes maanden. De gemiddelde waardering, die zich op bodemniveau bevond, herpakte zich lichtjes. De groei van de Chinese economie, belangrijk voor alle ontlukende markten, zal weliswaar verder vertragen tot 6,2% maar de Chinese overheid staat klaar om bedrijven en markten te ondersteunen. Ze verlaagde ondertussen al de reserveverplichtingen voor de banksector waardoor er meer ruimte is om kredieten te verstrekken. De Chinese centrale bank heeft bovendien ruimte om haar monetaire

politiek te versoepelen, als enige van de grote centrale banken eigenlijk. Voorts lijkt er zich toch een zekere ontspanning af te tekenen in het handelsgeschied tussen China en de VS. Beide grootmachten lijken steeds meer de noodzaak van een overeenkomst in te zien.



We behouden onverminderd onze positieve visie op kortlopend schuld papier uit de opkomende landen zowel uitgedrukt in USD als in lokale munten. De kredietspreads noteren op aantrekkelijke niveaus na de uitverkoop in 2018 en ook voor de lokale valuta geldt hetzelfde argument. We zien het meeste heil in kortlopend papier omdat het risico er veel lager ligt.

Munten en grondstoffen

Op de wisselmarkten viel er ondanks de algemene markturbulentie weinig beweging te noteren, met uitzondering van het Britse pond natuurlijk dat volop surft op Brexit-nieuws. We blijven daarom ook neutraal voor het pond zolang er geen duidelijkheid over Brexit is.

Rond de Amerikaanse dollar behouden we ons standpunt: op korte termijn zijn we positief gestemd maar op langere termijn zijn we negatief. De vraag is alleen hoelang we nog positief rond de greenback zullen blijven. Hoewel er in de VS mogelijk niet direct nog renteverhogingen zitten aan te komen, blijft Europa zwakke economische signalen uitzenden. De ECB is dan ook niet geneigd om snel in zijn monetaire politiek in te grijpen. Het valt nu af te wachten of er ondanks de Europese zwakte niet stilaan meer internationale beleggers naar de eurozone zullen komen en kapitaalstromen op gang doen komen.

Over de olieprijs blijven we positief, zeker na de stevige afwaardering van december. De prijs heeft zich de voorbije dagen kunnen herstellen omdat OPEC voldoende productiebeperkingen doorvoert en er ook zal op toezien, terwijl de vraag zou kunnen profiteren als China en de VS de strijdbijl zouden begraven. Rond goud zijn we neutraal geworden nu steeds meer beleggers toch wat meer zekerheid in hun portfolio's willen opbouwen.



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.