



Luxemburg – 10 april 2019. Het eerste kwartaal van 2019 was één van de beste kwartalen op de aandelenmarkten van het afgelopen decennium. Gezien de enorme twijfel die eind 2018 bij beleggers leefde, hadden weinigen op een dergelijke heropleving durven hopen. De ommezwaai bij de Federal Reserve, de overtuiging dat het op handelsvlak tussen China en de VS goed komt en het bewijs dat de Chinese overheid zowel fiscaal als monetair wil ingrijpen indien nodig, hebben het sentiment op de markten kunnen keren. Toch valt het niet te ontkennen dat de meeste economische indicatoren in Q1 toch duidelijk in de richting van een globale groeivertraging wezen, en dan voornamelijk in Europa. Deze drukten over de hele lijn de rentevoeten lager en in de VS was er zelfs sprake van een inverse rentecurve, wat tijdelijk voor (onterechte) recessievrees zorgde. Het wordt nu uitkijken naar het resultaatseizoen dat midden april op gang zal komen.

Onverwachte V in de grafieken

Eerst en vooral blikken we terug op Q1, een kwartaal dat nog even zal blijven nazinderen (en velen tegenvoets heeft gepakt). Bij de start van het nieuwe jaar werden de vooruitzichten eerder negatief ingeschat en stonden verschillende indicatoren op rood: de zwakke groeivoorzichten voor de economie, de Federal Reserve die voet bij stuk hield om verder te verstrakken en Donald Trump die elke dag nieuwe vijanden leek te maken. Als klap op de vuurpijl werd de markt opgeschrikt door enkele winstwaarschuwingen, onder andere van verschillende hoogvliegende techspelers.

Desondanks schoten begin 2019 de aandelenmarkten stevig uit de startblokken. Alleen al in de eerste drie maanden van 2019 zetten de indices een fenomenaal herstel in. De MSCI Europe ging er met 12% op vooruit, de S&P 500 13,1% uitgedrukt in USD en de MSCI EM 12,4% in lokale munt. Was het een technisch herstel na de zware inzinking van december '18 of speelde het zogenaamde januari-effect? In elk geval veranderde de harde toon tussen de Amerikaanse en Chinese autoriteiten: de hoop op een handelsakkoord zorgde alvast dat het pessimisme wegebde en steeds meer beleggers meenden dat er koopjes te doen waren. Dat de economische indicatoren zowel in de VS, China als Europa verder verzwakten, leek er minder toe te doen.

Bovendien liet de Federal Reserve in januari uitschijnen dat ze niet langer de rente zou verhogen en de afbouw

van haar balans binnenkort zou stopzetten. Voor veel marktparticipanten was dit het sein om weer volop in aandelen te stappen. De Amerikaanse centrale bank zou immers niet langer liquiditeit uit het financiële systeem weghalen. En begin maart was het beurt aan de Europese Centrale Bank. ECB-voorzitter Draghi beloofde de rente tot 2020 op nul vast te zetten terwijl banken zich verlengd zullen kunnen blijven financieren tegen een bodemtarief (de zogenaamde "TLTRO's"). Ondertussen roerden ook de Chinese autoriteiten zich opnieuw in het debat. Zowel op fiscaal als op monetair vlak blijft China haar bedrijven en aandelenmarkten met verschillende maatregelen verder ondersteunen.



Ook op de obligatiemarkten was het eerste kwartaal zeer positief. De rentevoeten en de spreads zakten over de hele lijn en in bijna alle marktsegmenten naar lagere niveaus. Op de kredietmarkten werd volop gekocht terwijl tegelijk ook veel geld naar staatsobligaties bleef vloeien. In de eurozone bijvoorbeeld kregen steeds meer staatsobligaties een negatieve rente achter hun naam. In de VS was er zelfs een gedeeltelijke inverse rentecurve te zien omdat de kortetermijn rente stabiel bleef (de Fed gaat nog niet meteen verlagen) en de rente op de langere termijn afbrokkelde (een gevolg van de groeivertraging). Dat in het verleden een dergelijke rentecurve vaak een recessie voorspelde, zorgt bij sommigen voor onrust. Aangezien er van inflatie boven de 2% (voorlopig) geen sprake is en de Fed dus ruimte heeft om de korte kant van de curve te verlagen indien nodig, vinden wij deze vrees alvast voorbarig.

Een adempauze of niet?

Het eerste kwartaal heeft nogmaals in de verf gezet dat het nooit saai is op de financiële markten en dat ze tegelijk moeilijk te voorspellen zijn. Want wie had gerekend op zo'n spectaculaire heropleving? De vraag is nu natuurlijk of de markten het verschroeiende tempo kunnen aanhouden of er een adempauze komt. Het resultaatseizoen staat alvast voor de deur. Aangezien in de VS de fiscale stimulus ditmaal niet meer zal meetellen



in de vergelijking van de resultaten met vorig jaar, wordt het afwachten of deze positief zullen verrassen en het momentum zullen aanhouden, zeker nu een stevig prijskaartje aan de Amerikaanse aandelenmarkt hangt.

Veel zal ook afhangen of er nu eindelijk een handelsakkoord tussen China en de VS zal worden gesloten. De markt loopt daar eigenlijk al maanden op vooruit maar tot nu toe bleef witte rook uit. Een overeenkomst zou de wereldeconomie een duwtje in de rug kunnen bezorgen. Ook tussen Europa en de VS zijn de plooiën nog niet gladgestreken: de dreiging van bijkomende handelstarieven voor de Europese autosector is nog niet verdwenen. Misschien kan de Duitse bondskanselier Angela Merkel binnenkort een wit konijn uit haar hoed toveren. Voor de Europese economie zou dit een opkikker zijn.



Op de korte termijn ziet het er naar uit dat de economische groei overal verder zal vertragen, vooral in Europa. Gezien de sterkte van de arbeidsmarkt lijkt een krimp van de economie in 2019 ons echter heel onwaarschijnlijk. De Amerikaanse werkloosheid bevindt zich op het laagste niveau ooit terwijl ook in Europa het moeilijker wordt om arbeidskrachten te vinden.

En zolang de inflatie laag blijft blijven de centrale banken de handen vrijhouden en kunnen ze het monetaire normaliseringsproces uitstellen. De Federal Reserve kan zelfs verder gaan en heeft nu al ruimte om de rente (vandaag op 2.50%) te verlagen indien nodig. Een gedeelte van de markt houdt daar voor het najaar trouwens al rekening mee. De ECB kan van haar kant kwantitatieve versoepeling nieuw leven inblazen en effectief starten met het aanbieden van goedkope kredieten voor de banksector.

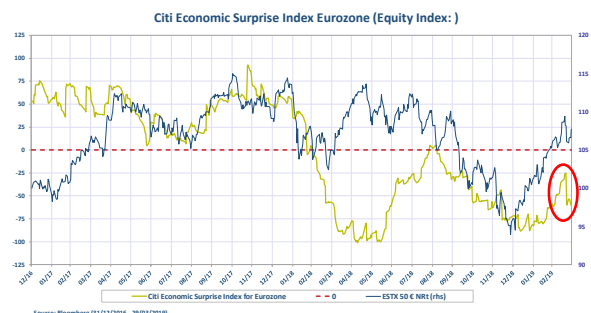
Op de krediet- en obligatiemarkten tot slot kan het sentiment verder verbeteren waardoor de rente en de spreads nog wat kunnen afbrokkelen maar een herhaling van de sterke neerwaartse beweging zoals we in het eerste kwartaal hebben gezien lijkt ons eerder

uitgesloten. In elk geval blijven de financieringsvoorwaarden voor de bedrijfssector zeer aantrekkelijk.

Europa: onzekerheden houden ons eerder negatief gestemd

We zijn nog steeds licht negatief voor Europese aandelen en hebben daar verschillende redenen voor.

Eenzijds is er de aanhoudende verzwakking van de Europese economie die wordt geïllustreerd door de steile terugval van de Economic Surprise index. De ECB van haar kant verlaagde recent de groeiverwachtingen voor de eurozone van 1,7% tot 1,1%. De grootorde van de verzwakking doet toch wel wenkbrauwen fronsen en geeft aan dat de groeivertraging aanzienlijk is. De Duitse locomotief sputtert en dan vooral de industriële sector die te lijden heeft onder de handelsspanningen. De positieve dynamiek in de arbeidsmarkt in de grootste EU-landen zorgt dan weer voor tegengewicht terwijl er van inflatie geen sprake is.



Anderzijds staat het vertrouwen onder druk door de politieke onzekerheid. Ten eerste blijft de Brexit-saga maar aanmodderen terwijl er belangrijke deadlines reeds gepasseerd zijn zonder deal. Ten tweede staan belangrijke Europese verkiezingen voor de deur. Een overwinning van populistten in verschillende landen kan de EU missen als kiespijn en zou het sentiment een extra knauw geven.

In het voordeel van Europese aandelen blijft wel de aantrekkelijke waardering pleiten. Ze noteren tegen een gemiddelde verwachte koers/winst-verhouding van 13,7 en een koers/boekwaarde van 1,7, beide onder het historische gemiddelde. De risicopremie van 7,2% ligt daarenboven aan de hoge kant.

Op obligatievlak zijn in Europa de rentevoeten en de spreads het voorbije kwartaal dankzij de verbetering van het marktsentiment overal gezakt, beleggers krijgen vandaag dus minder compensatie voor genomen risico.



Italiaans overheidspapier kan ons al een tijd niet meer bekoren nu de rentespreads weer tot een normaal niveau zijn teruggevallen. Wat Duits overheidspapier betreft blijven we sterk onderwogen. De Duitse rentevoeten zijn over alle looptijden tot 10 jaar negatief, een gevolg van de aanhoudende vraag van verzekeringsmaatschappijen en banken die omwille van regulering verplicht zijn om dit papier in hun balansen op te nemen.

Ten opzichte van bedrijfsobligaties van goede kwaliteit (investment grade) zijn we neutraal geworden. De spreads zijn in het eerste kwartaal ingezakt en bedragen op 10 jaar nog gemiddeld 1,1%. Hoewel er geen enkele reden is om van een verslechtering van de marktomstandigheden uit te gaan, vinden we dat het risico hiermee te weinig wordt gecompenseerd. Hetzelfde geldt voor hoogrentend papier.

VS: stapje terug, behalve voor kortlopend staatspapier

Voor Amerikaanse aandelen gaan we een trapje lager en worden we neutraal. De gedeeltelijke inverse rentecurve, de wereldwijde groeivertraging en het komende resultaatseizoen zouden (terecht of onterecht) op het sentiment kunnen beginnen wegen. Daarenboven heeft de S&P 500 er een zeer sterk kwartaal opzitten met +13% in USD, hetgeen toch een beperktere ruimte laat voor verdere stijgingen. Door het steile herstel is de waardering bovendien ook opgelopen. Gemiddeld genomen noteren Amerikaanse aandelen tegen 17 keer de verwachte winst en dat is boven het historische gemiddelde.



Hoewel de Amerikaanse groei aan het vertragen is, blijven de fundamenteen stevig en is er van een ontsporing van de inflatie geen sprake. Het inflatiecijfer ligt dicht tegen de 2%-doelstelling van de Fed. Deze laatste is zoals eerder aangegeven ook gematigder geworden en heeft ruimte om de economie indien nodig te ondersteunen.

Kortlopend Amerikaans staatspapier blijven we interessant vinden. Op een Amerikaanse staatsobligatie met een looptijd van 2 jaar bedraagt de rente nog steeds een mooie 2,3%. Nu de Federal Reserve naar alle waarschijnlijkheid de rente niet meer gaat verhogen, is het renterisico flink verlaagd. De voorbije maanden is de rentecurve bovendien verder afgevlakt waardoor er nauwelijks extra rendement is voor papier met een langere looptijd: de rente op 10 jaar bedraagt slechts 2,5%.

Ook in de VS zijn de spreads op de kredietmarkten het voorbije kwartaal weer teruggelopen. Voor bedrijfsobligaties van goede kwaliteit (investment grade) blijven we neutraal. Op 5 jaar bedraagt de gemiddelde spread 1%, goed voor een totaal rendement van 3,5%. Vanuit het perspectief van een Europese belegger is dat op zich geen slecht voorstel. Opvallend is dat het zwaartepunt op de IG-kredietmarkt is opgeschoven naar BBB. Op lange termijn is dit een interessante evolutie om in de gaten te houden omdat deze bedrijven richting het high yield segment zouden opschuiven indien het aantal wanbetalingen zou toenemen. De gemiddelde schuldpositie van bedrijven bevindt zich historisch gezien al aan de hoge kant, al zijn de procentuele rentes die hierop betaald moeten worden natuurlijk ook historisch laag. Op het vlak van hoogrentende obligaties blijven we ondertussen negatief. De spreads zijn naar erg lage niveaus teruggekeerd waardoor het hogere risico te weinig wordt vergoed.

Ontluikende markten: opportuniteiten

Voor aandelen van de opkomende landen behouden we onze positieve visie nu de donkere wolken die in 2018 boven China hingen stilaan verdwijnen. Deze aandelen profiteerden in het eerste kwartaal met volle teugen van de verbetering van het sentiment op de markten: de MSCI EM won 12.4% in USD.

Ondanks het stevige herstel, geloven we dat er nog steeds een groot potentieel inzet omwille van de aantrekkelijk waardering: gemiddeld noteren aandelen tegen 12,2 keer de verwachte winst en tegen 1,6 keer de boekwaarde, historisch aan de lage kant. Daarenboven zien de vooruitzichten van de belangrijkste groeimotor voor de regio, China met name, er beter uit. Alle PMI-indicatoren zijn recent hersteld en noteren bijna allemaal op hun hoogste niveau van de afgelopen 3 jaar, dit terwijl de Chinese overheid klaar staat om de bedrijven en de economie een handje toe te steken indien nodig. Ook een



oplossing rond het handelsconflict zou voor extra zuurstof kunnen zorgen.



Daarnaast behouden we onze positieve visie op schuld papier uit de opkomende landen zowel uitgedrukt in USD als in lokale munten. Onze voorkeur gaat uit naar kortlopend papier omdat het risico daar lager ligt. Obligaties binnen opkomende markten hebben er een goed kwartaal opzitten, maar er is desondanks nog steeds voldoende waarde te vinden lijkt ons. De Chinese stimuli zouden voor betere financieringsvoorwaarden moeten zorgen wat het aantal wanbetalers zou moeten kunnen laag houden.

Munten en grondstoffen

Op de wisselmarkten blijft de volatiliteit opvallend beperkt, met uitzondering van het Britse pond dat door de Brexit-onzekerheid alle kanten opgaat. We blijven dan ook op de vlakte zolang er geen duidelijkheid is. To be continued... We blijven positief voor de Amerikaanse dollar zolang er geen oplossing voor het handelsconflict uit de bus is gekomen en de Europese zwakte aanhoudt. Ook het verdere uitstel van de monetaire normalisering door de ECB zal op de eenheidsmunt wegen. Munten uit de opkomende landen zijn zich ondertussen volop aan het herpakken van de verkoopgolf van 2018.

Over de olieprijs ten slotte blijven we positief nu het sentiment is verbeterd en de OPEC erin is geslaagd om zijn productie te beperken. Ook de onrust in Lybië kan de aanbod kant verder verstoren, hetgeen de prijs nog verder zou ondersteunen.

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