

Handelsoorlog Verenigde Staten – China?

Welke impact heeft dit op ons aandelenbeleid?

Beleggers keken vorige maand reikhalzend uit naar de G20 meeting die plaatsvond in Buenos Aires in Argentinië. Niet zozeer naar de G20-top zelf maar voornamelijk naar de meeting die achteraf plaatsvond tussen president Trump en de Chinese president Xi Jinping met als belangrijkste discussiepunt de handelsrelaties tussen beide landen. Daar de dreigende handelsoorlog tussen de twee regio's de belangrijkste verklaring was voor de nerveuze markten, was de hoop van beleggers op een akkoord groot.

De uitkomst van de meeting was dan ook eerder positief waarbij een tijdelijke wapenstilstand van 90 dagen werd afgekondigd. Als teken van goede wil werden er wederzijds enkele beloften gemaakt. De VS heeft zich onder andere akkoord verklaard om de importtarieven op 200 miljard \$ Chinese producten niet te verhogen van 10% tot 25% vanaf 1 januari. China van zijn kant zal een substantieel bedrag aan landbouw-energie-, industriële- en andere producten kopen van de VS om het handelsonevenwicht tussen beide landen te reduceren. Beide landen hebben tevens elkaar beloofd om onmiddellijk onderhandelingen te starten inzake structurele veranderingen in verband met het beschermen van intellectuele eigendom, technologie en cyberaanvallen. Beide kanten spraken achteraf van een constructieve meeting waarbij de wil tot het tot stand brengen van een duurzaam akkoord groot is. De Chinese minister van handel heeft recent duidelijk gemaakt dat het ultieme doel is om alle handelstarieven te elimineren tussen beide landen.

Nadat de financiële markten hierop initieel positief reageerden, haalde de angst snel terug de bovenhand waarbij aandelen gretig van de hand werden gedaan. Beleggers zijn sceptisch dat er een handelsakkoord gevonden zal worden in de korte tijdsspanne van 90 dagen. Er kwam olie op het vuur er nadat Canada op verzoek van de VS de CFO van Huawei liet arresteren op beschuldiging van het overtreden van Amerikaanse sancties ten aanzien van Iran. In China werd er alvast scherp gereageerd op het voorval, waardoor de druk op het vinden van een akkoord alweer groter wordt. Huawei, een Chinese producent van netwerkkapparatuur voor de telecomsector werd eerder al in het vizier genomen door verschillende landen waaronder de VS, uit schrik voor de veiligheid van het netwerk, cyberaanvallen of spionage vanuit China. Met de opkomende uitrol van 5G netwerken wereldwijd, hebben enkele landen zelfs al een verbod op Huawei apparatuur aangekondigd.

Ondanks de recente gebeurtenissen, blijven we geloven in een akkoord tussen beide landen, waarbij in verschillende sectoren deelakkoorden bereikt kunnen worden. De onderhandelingen zijn in volle gang en het belang van een akkoord voor zowel China als de VS en bij uitbreiding de wereldeconomie blijft groot. Wij zijn dan ook geneigd te geloven dat het gezonde verstand uiteindelijk zal zegevieren.

Einde renteverhogingen VS in zicht?

Wat betreft de gezondheid van de Amerikaanse economie heeft de voorzitter van de FED vorige week herhaald, dat de economische vooruitzichten voor 2019 sterk blijven, waardoor een nieuwe renteverhoging in december eraan komt. Powell vertelde tegelijkertijd echter dat de rentes nu dicht tegen het neutrale niveau aanleunen, een compleet andere boodschap dan vorige maand waar hij nog vertelde dat we een heel eind van het neutrale niveau verwijderd waren. Met inflatiecijfers die onder controle blijven lijkt het er niet op dat de Amerikaanse economie oververhit raakt.

Dalende olieprijsen

Een opmerkelijke beweging de voorbije maanden was de significante daling in de olieprijsen. In twee maanden tijd, zijn olieprijsen wereldwijd met 30% gezakt en staan we nu onder het niveau van de start van het jaar. Dalende olieprijsen worden vaak gelinkt aan een dalende vraag en dus een vertragende economie wat bijdraagt aan de onzekerheid van financiële markten. Dit lijkt echter onterecht gezien de vraag naar olie gewoon blijft toenemen en derhalve de dalende olieprijsen voornamelijk te maken hebben met een stijgend aanbod. Terwijl de productie in de VS terug op volle toeren draait heeft Trump onder andere Saoedi-Arabië onder druk gezet om de output van olie te verhogen en prijzen laag te houden, waarbij de moord op Khashoggi als drukmiddel wordt gebruikt. De VS heeft ook bepaalde landen de toestemming gegeven om olie vanuit Iran in te voeren. Een lage olieprijs is alvast uitstekend nieuws voor alle regio's, die netto olie moeten invoeren, waaronder Europa, en alle bedrijven en consumenten die olie consumeren. Een overeenkomst tot productieverlaging van de OPEC kan hier evenwel roet in het eten gooien.

Europees sentiment blijft negatief

Het sentiment over Europa blijft intussen onder het vriespunt. De Brexit soap blijft aanslepen, de Italiaanse begrotingsplannen beroeren de Europese gemoederen terwijl de "gele hesjes" beweging in Frankrijk naar andere landen lijkt uit te deinen. Met het einde van Merkel in zicht en de Europese verkiezingen van volgende jaar, blijft de toekomst van Europa onzeker, wat zich ook weerspiegelt in waarderingen van Europese indexen. Voor Amerikaanse beleggers lijkt Europa daarom "uninvestable".

Goedkopere waarderingen

Het is duidelijk dat de scherpe koersdalingen de voorbije maanden in goedkopere waarderingen hebben geresulteerd. Europese markten noteren momenteel aan een koers/winstverhouding van circa 12.3 keer de winst voor volgende jaar, wat een stuk lager is dan het lange termijn gemiddelde van circa 14.4x. De S&P500 index noteert aan 15x de gemiddelde winstverwachting van 2019, onder het dertigjarig gemiddelde van 16x. Dit lijkt ons heel interessant gezien wij geen economische recessie verwachten voor 2019. De winstgroei zal onvermijdelijk vertragen maar we zien ook geen scherpe daling in bedrijfswinsten.

De waardering van de aandelenmarkt kan evenwel niet worden losgekoppeld van de risicovrije rentevoeten. Als u de koers/winst verhouding omdraait, dan bekomt u wat men in vakjargon "earnings yield" of "winstrendement noemt". Deze situeert zich dus op circa 8% in Europa en bijna 7% in de Verenigde Staten. Deze rendementen dienen te worden vergeleken met de risicovrije rente in Europa (de 10 jaars rente van Duitse staatsobligaties bedraagt circa 0.3%) en in de Verenigde Staten (circa 2.9%). Het verschil tussen beide is de risicopremie. Deze is zeer hoog in Europa ($8\% - 0.3\% = 7.7\%$). En nog steeds interessant in de Verenigde Staten ($7\% - 2.9\% = 4.1\%$). Beide pleiten nog steeds in het voordeel van aandelenbeleggingen. Het toont eveneens aan dat de evolutie van de risicovrije rente zeer belangrijk is. Daar kijken we naar in het volgende hoofdstuk.

En wat betekent dit voor ons obligatiebeleid?

Zoals kon verwacht worden, hebben obligaties de rol gespeeld die kan worden verwacht bij turbulenties op de aandelenmarkten. De rentevoeten zijn gedaald. De nominale rente in Duitsland daalde van 0.4% tot 0.25%. De 10yr US Treasury daalde fors van ongeveer 3.20% naar 2.90%. Beleggingen in staatsobligaties hebben het de voorbije weken heel goed gedaan.

De credit spreads daarentegen zijn in belangrijke mate toegenomen, in correlatie met de nervositeit in de aandelenmarkten.

De Euro Investment Grade credit spreads stegen van 60 naar 80 bp over de voorbije twee maanden, terwijl Euro High Yield spreads zelfs toenamen met +50bp.

Het QE programma van de ECB loopt op zijn eind deze maand. Eén van de vele open vragen is wie er nu Italiaans papier gaat kopen, gezien de ECB zo goed als de enige koper was de voorbije jaren. Het ziet er naar uit dat de ECB een nieuw TLTRO (targeted longer-term refinancing operations) bank funding programma gaat invoeren, wat vooral voor de Italiaanse banken ademruimte zal bieden.

Sinds september hebben we in onze portefeuilles een substitutie doorgevoerd van risicovollere bedrijfsobligaties US Treasuries.

Hierdoor is de proportie overheidsobligaties in ons obligatiebeleid toegenomen van ongeveer 45% naar meer dan 60%. Hierbinnen zijn de belangrijkste componenten de US Treasuries voor 26% en Duitse Bunds voor 12% van het obligatiebeleid.

Onze conclusies:

- 1/ De "wall of worry" (Brexit, Italië, handelsoorlog, etc....) haalt momenteel de bovenhand en heeft het sentiment van vele beleggers negatief beïnvloed. Het gevolg is een redelijk forse daling van de aandelenmarkten, die als gevolg heeft dat de waardering van de aandelenmarkt bijna goedkoop is te noemen.
- 2/ Het discours van de centrale banken laat uitschijnen dat de renteverhogingen in de Verenigde Staten bijna achter de rug zijn. En dat renteverhogingen in Europa nog niet voor morgen zijn.

De combinatie van dit alles sterkt ons in de overtuiging dat de perspectieven op middellange termijn van 5 tot 10 jaar voor het behalen van een degelijk rendement goed zijn. En, dat het grootste gedeelte van dit rendement zal moeten worden behaald door te beleggen in sterke bedrijven, met sterke balansen, en sterke cash flows.

In de hoop u hiermee voldoende te hebben geïnformeerd, verblijven wij

Hoogachtend,

De Directie van CapitalatWork Foyer Group

Disclaimer : Dit document is een marketingcommunicatietool. Dit document vormt noch een persoonlijk advies, een aanbod of een uitnodiging tot het kopen of verkopen, noch het deelnemen aan een beleggingsstrategie. De inhoud is gebaseerd op informatiebronnen die betrouwbaar worden geacht. De gepresenteerde informatie kan zonder voorafgaande mededeling worden gewijzigd. Er wordt door CapitalatWork geen enkele uitdrukkelijke of impliciete garantie, waarborg of verklaring gegeven omtrent de juistheid, geschiktheid of volledigheid van de beschikbaar gestelde informatie. De gepresenteerde informatie kan zonder voorafgaande mededeling worden gewijzigd. De informatie vermeld in dit document kan niet beschouwd worden als beleggingsadvies. Voor aanvullende informatie betreffende de risico's die verbonden zijn aan het financieel instrument, verwijzen wij u naar CapitalatWork. Alvorens een beleggingsbeslissing te nemen, wordt de belegger aangeraden na te gaan of de beoogde belegging voor hem geschikt is en dit rekening houdend met zijn beleggingskennis en -ervaring, zijn beleggingsdoelstellingen en zijn financiële situatie. Prestaties uit het verleden zijn geen garantie voor de prestatie in de toekomst. Alle rechten zijn voorbehouden. Zonder voorafgaande toestemming van de houder van het auteursrecht is het niet toegestaan om enig deel van deze publicatie in enige vorm of op enige wijze (mechanisch, door middel van fotokopie, opname of anderszins) te kopiëren, op te slaan in een informatiesysteem of te verzenden.