

De VS is Europa niet

Luxemburg – 16 oktober 2024. De wereldeconomie vertoont grote verschillen: terwijl de VS blijft imponeren met sterke cijfers, lijkt Europa aan de vooravond van een recessie te staan. Met dat grote verschil houden we ook rekening in onze portefeuilles. We zoomen ook dieper in op onder meer de toenemende geopolitieke spanningen in het Midden-Oosten.

We bevinden ons al een geruime tijd in een wereldwijde economie met twee verschillende snelheden: de VS enerzijds, de rest van de wereld anderzijds. De economie in de VS groeit de laatste kwartalen gemiddeld met zo'n 2,5 à 3 procent, terwijl Europa met moeite het hoofd boven water kan houden.

	2023 Q1	2023 Q2	2023 Q3	2023 Q4	2024 Q1	2024 Q2
VS	2.8	2.4	4.4	3.2	1.6	3.0
EU	0.1	0.1	0.2	0.1	0.3	0.2

Bron: Bloomberg – kwartaal reële BBP per capita groeicijfers

Ook andere data bevestigen deze stelling. In de VS zien we veerkrachtige consumentencijfers, maar de productiecijfers blijven wel iets achter. In Europa daarentegen ogen de indicatoren van het consumentenvertrouwen en de productiecijfers keer op keer zwak. We verwachten dat het verschil tussen de VS en Europa ook tot uiting zal komen in het aankomende bedrijfsresultatenseizoen, dat start vanaf de tweede helft van oktober.

Ondertussen blijft een van de belangrijkste vragen of de Amerikaanse economie op weg is naar een soft landing of een recessie, gezien haar bepalende rol voor de wereldeconomie. Wij neigen naar een soft landing-scenario gezien de veerkracht van de Amerikaanse economie. Voor Europa lijkt een recessie zich aan te dienen.

Jobrapport: sterk maar geen echte verrassing

Zoals we vorige maand al schreven, heeft de Amerikaanse centrale bank (Fed) haar focus verlegd van inflatie – die inmiddels al dicht bij het 2% doel van de Fed is gekomen – naar de arbeidsmarkt. Het loont dus om daar ook in onze nieuwsbrief extra aandacht aan te schenken. Het jongste jobrapport uit de VS was, na eerdere banenrapporten die wezen op een afname in groei,

opnieuw zeer goed. Er kwamen netto 254.000 banen bij en de werkloosheid daalde naar 4,1 procent. We zijn evenwel niet zo verrast door deze beter dan verwachte cijfers, en wel omwille van twee redenen. Ten eerste was er wat te veel negativiteit over de economie ontstaan. Ten tweede zien we vaak een terugkeer naar de gemiddelde trend in deze cijfers: “mean reversion”. Dit statistische fenomeen houdt in dat na een periode van slechtere resultaten vaak een periode van herstel volgt, waardoor uitschieters in de cijfers zich op lange termijn stabiliseren. Dit effect wordt vaak onderschat, maar zorgt ervoor dat zwakkere maanden vaak worden gevolgd door sterkere maanden.

Een eerste renteknip sinds 2020

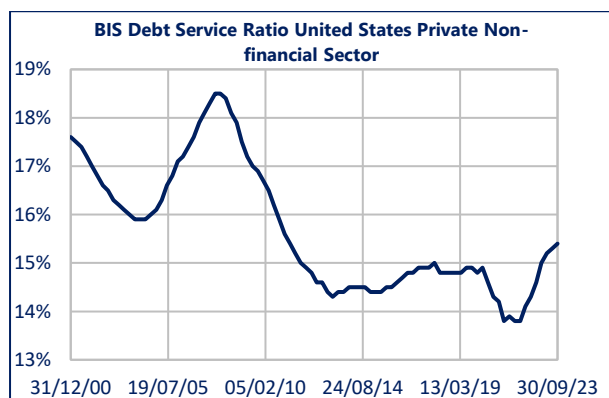
Bij onze verdere terugblik op september zagen we hoe de Fed de beleidsrente met 50 basispunten verlaagde, een eerste renteknip sinds maart 2020. Ook de ECB volgde met een tweede verlaging van de beleidsrente met 25 basispunten. De snelle renteverlagingen van wereldwijde centrale banken gaven steun aan de aandelenmarkten, waarbij grote Amerikaanse bedrijven opnieuw aan momentum wonnen. Technologiebedrijven voerden de rally aan, mede aangewakkerd door hernieuwd optimisme over Artificiële Intelligentie.

Met het recente banenrapport rijst de vraag: brengt dit niet opnieuw inflatierisico met zich mee, en is een flinke renteverlaging dan wel verstandig? Sinds Jackson Hole in augustus heeft de Fed zich echter gepositioneerd om de beleidsrentes te verlagen, en ze zetten die koers voort, zij het waarschijnlijk in een iets rustiger tempo. De markt heeft inmiddels haar verwachtingen aangepast. Waar eerder nog rekening werd gehouden met een mogelijke verlaging van 50 basispunten, heeft het jongste banenrapport die verwachting van tafel geveegd. Algemeen gaan we er nu van uit dat er dit jaar nog twee dalingen van 25 basispunten komen. De tienjarenrente staat bijna terug op 4 procent, een redelijk niveau menen wij als je rekening houdt met 2% inflatie en 2% reële groei van de Amerikaanse economie op de lange termijn.

Debt Service Ratio

De hogere rentes van de afgelopen jaren hebben de Amerikaanse economie verrassend genoeg dus niet sterk afgeremd, zoals normaal gesproken wel het geval zou zijn. In zo'n situatie krijgen huishoudens immers te maken met hogere kosten voor het afbetalen van schulden en

hun inkomsten stijgen niet genoeg om dat bij te houden. Bedrijven moeten op hun beurt investeringen en uitgaven verminderen om meer geld vrij te maken voor schuldenaflossing. Hierdoor vertraagt uiteindelijk de economie. In deze cyclus zien we dit echter veel minder, vooral omdat veel bedrijven en huishoudens gebruik hebben gemaakt van de lage rentes van het afgelopen decennium om langetermijnfinanciering vast te leggen. Veel schuld staat dus nog uit aan een lage rente. De totale Debt Service Ratio – het percentage van het inkomen van huishoudens en bedrijven dat aan schuldaflissingen wordt besteed – is vandaag in de VS ‘slechts’ 15.4 procent, wat dicht bij het historische gemiddelde ligt en aanzienlijk lager is dan tijdens de financiële crisis.



Naast de Federal Reserve, zal ook de ECB naar alle waarschijnlijkheid de beleidsrentes in euro laten dalen. Al werken Lagarde en co binnen een heel andere economische realiteit. De inflatie in Europa zit nu al onder de 2 procent en de economische cijfers zijn ronduit zwak. De ECB zal dus blijven knippen, omdat het gewoon moet. We zien omwille daarvan ook een risico op de euro ten opzichte van de dollar.

Israël op oorlogspad

We kunnen verder ook niet om de verhoogde geopolitieke spanningen heen. Israël voert momenteel een indirecte oorlog met Iran via conflicten met Hamas in het zuiden en Hezbollah in het noorden. Het lijkt erop dat Israël deze escalaties inzet om de druk op Iran te verhogen en de betrokkenheid van de VS in de regio te vergroten.

De oplopende geopolitieke spanningen leiden tot een opvallende stijging in de inflatieverwachtingen en de VIX Index. Die index is daar, net als de olieprijs, een hele goeie graadmeter voor. Met het oog daarop houden we

in onze portefeuilles vaak een positie in natural resources aan, evenals een stuk USD in de obligatieportefeuilles. Voor het overige zijn we vandaag niet defensief gepositioneerd voor een verdere totale escalatie in de regio. We houden de situatie wel zeer nauwlettend in de gaten. Israël geniet vandaag nog de volle steun van Biden, maar dat kan de komende maanden keren. Zal de volgende Amerikaanse president die visie van Biden even hard delen? Dat moet nog blijken. Er is in ieder geval een verhoogd risico dat Israël de toestand nog vóór de presidentsverkiezingen nog verder op de spits zal drijven.

Harris vs. Trump continued

Zoals beloofd in de vorige nieuwsbrief wijken we deze maand nog wat verder uit op die nakende presidentsverkiezingen over de grote plas. De situatie is er eigenlijk amper veranderd. De kansen blijven fiftyfifty en de financiële markten reageren nog steeds niet fel op de laatste ontwikkelingen. Volgens ons zijn de kansen voor Harris wel wat gestegen na het één-op-ééndebat met Trump. Zijn flater over de huisdieren in Springfield zou hem parten kunnen spelen. Maar zelfs mochten we nu al menen te weten wie het wordt, zou het nog niet duidelijk zijn welke aanpassingen we dan zouden moeten maken in de portefeuilles. In 2017 dachten velen ook dat een verkiezing van Trump negatief zou zijn voor de markten, maar uiteindelijk is dat totaal niet zo gebleken.

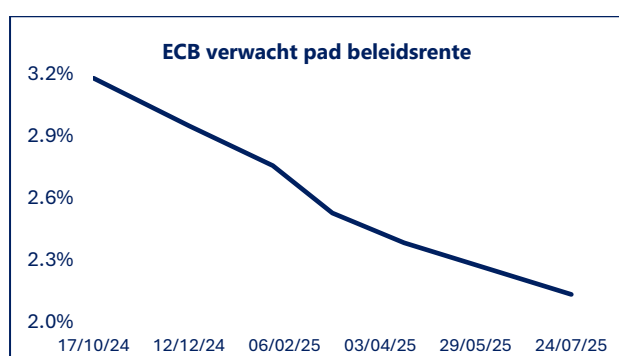
Onze portefeuilles

Naar onze portefeuilles dan. We blijven qua aandelen inzetten op technologie, small cap en vastgoed. Binnen vastgoed hebben we een accent op logistiek en residentiële vastgoedspelers, omdat die het beste groeipotentieel hebben. We kijken ook reikhalzend uit naar het resultaatseizoen vanaf de tweede helft van oktober, met bijzondere aandacht voor de toonaangevende bedrijven in tech en AI: Nvidia, Microsoft, Meta en Amazon.

Einde september schoot China plots de lucht in nadat de overheid er had uitgepakt met exceptionele monetaire en fiscale stimuli. De bredere regio van opkomend Azië profiteerde mee van dat positieve momentum. Begin deze week volgde wel een terugval omdat er te weinig details werden meegegeven van wat er effectief van zal komen. Los daarvan blijft het positieve momentum op de Chinese markt overeind en zijn de waarderingen nog altijd heel laag. We hebben daarom onze positie in

emerging markets verhoogd van onderwogen naar neutraal, vanwege de aantrekkelijke koers-winstverhouding, de relatief zwakke USD, en het momentum dat nu eindelijk lijkt te keren.

In obligaties is het dan weer steeds minder feest, met de verwachte dalingen van de beleidsrentes en de economische vertraging. Dit zal de komende maanden naast langlopende obligaties ook termijnrekeningen en geldmarktenfondsen steeds minder aantrekkelijk maken.



Op Europese Investment Grade obligaties is vandaag nog maar een yield van 3,2 procent te rapen. Europese High yield obligaties bieden momenteel ongeveer 6 procent, maar dit is weinig compensatie voor de verwachte defaults bij een economische vertraging. We hebben onze positie in high yield obligaties dan ook al geruime tijd teruggebracht. Een stuk USD-exposure via obligaties vinden we daareentegen wel interessant, omdat de VS economisch een enorme voorsprong blijft hebben, omdat de munt al redelijk ver is teruggevallen en omdat de geopolitieke spanningen terug oplopen.

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 verstreekt commerciële informatie en mag in geen geval gelijkgesteld worden met beleggingsadvies. De verstreekte 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.