

Focus van investeerders verschuift naar de arbeidsmarkt

Luxemburg – 16 september 2024. In onze laatste nieuwsbrief bij de start van de zomervakantie schreven we nog over de oorstrelende muziek op de markten tijdens de eerste jaarhelft. Twee maanden later hebben we al heel wat valserse beursnoten moeten aanhoren. Hoog tijd om de recente woelige gebeurtenissen in de juiste perspectieven te plaatsen én om onze strategie, die wat nieuwe accenten kent, te verduidelijken.

Beleggers die hartje zomer zorgeloos op het strand wilden vertoeven, waren eraan voor de moeite. Begin augustus werden de markten opgeschrikt door plotse paniekverkopen. De VIX-index, een graadmeter voor angst op de markt, kwam zelfs even op 60 te staan, een uiterst hoog niveau dat op geforceerde verkopen duidt.

Bij aandelen zagen we een duidelijke risk-off beweging, waarbij defensieve sectoren zoals gezondheidszorg, essentiële consumentengoederen en utilities de schade nog enigszins beperkt konden houden. Cyclische sectoren met hoge waarderingen, zoals technologie, waaronder de 'Magnificent Seven', kregen het zwaar te verduren, wat een impact had op de bredere beursindexen. Vastgoed hield tot dusver wel goed stand, aangezien deze sector veel te winnen heeft bij de toekomstige verlagingen van beleidsrentes en gelet op de zeer interessante waarderingen. Daarover straks meer bij het overzicht van onze portefeuilles.

Twee redenen

Voor die blinde paniek doken verklaringen uit alle windrichtingen op. De échte reden was tweeledig. Ten eerste was er een economisch fundamentele reden: de tol van de hoge rente en de bijhorende vertraging van de Amerikaanse economie. Investeerders beginnen te vrezen voor een recessie, mede ingegeven door het banenrapport dat op lagere groei en een hogere werkloosheid wees. De schrik voor een recessie is sindsdien groter dan die voor de inflatie. Ook daarover zo dadelijk wat meer.

Een tweede reden voor de forse marktdaling was van markttechnische aard. Speculatieve beleggers en hefboomfondsen kenden eerder succes met de 'JPY carry trade': beleggers lenen geld in Japanse Yen tegen een

lage rente, om het vervolgens te investeren in beleggingen in dollar of andere valuta met een hoger rendement. Maar toen de Japanse centrale bank een beleidsrenteverhoging aankondigde, steeg de waarde van de Japanse yen fors. Daardoor kwamen deze trades op verlies te staan en werden ze afgewikkeld. Vaak ging het daarbij ook om trades met veel leverage. Speculatieve investeerders zoals hedgefondsen dumpten daarom hun dollarbeleggingen om de yen terug aan te kopen.

Een V

Wat hebben wij in augustus gedaan? Weinig tot niets, want wij vonden de paniekverkopen in het begin van de maand overdreven. Het Amerikaanse banenrapport was nog altijd veel beter dan wat je typisch aan de vooravond van een recessie ziet. En dat rustig blijven is ook de juiste beslissing gebleken. De marktbeving over de hele maand augustus etaleerde zich uiteindelijk in een V: heel snel recht naar beneden en de rest van de maand weer naar boven.



Door die stevige rit werd de bijeenkomst van centrale bankiers in Jackson Hole op het einde van augustus wel nog nauwlettender opgevolgd. Ook wij zaten op de eerste rij. Die bijeenkomst zal volgens ons achteraf als hét historische moment worden aangeduid waarop de Fed volledig zijn koers heeft gekeerd. Twee jaar geleden werd in Jackson Hole de inflatie als enige bezorgdheid geuit, die zowel de consument als de bedrijven pijn deed. Er werd toen al gewaarschuwd voor een mogelijke recessie als gevolg van de vele renteverhogingen om de inflatie koste wat het kost weer naar 2 procent te krijgen. Nu hoorden we voor het eerst een compleet omgekeerde Powell: "The upside risks to inflation have diminished. And the downside risks to employment have increased. The time has come for policy to adjust."

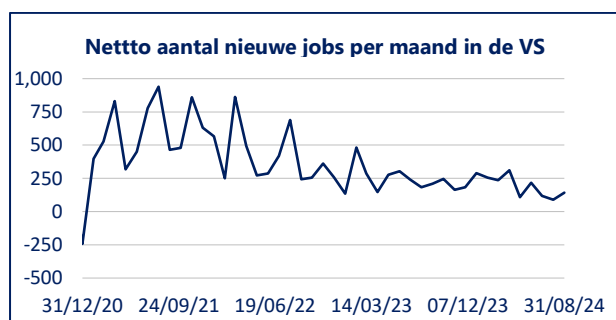
De beleidsrentes zullen dus dalen en dat is perfect verantwoord. De beleidsrente in de VS ligt nog boven de 5 procent, maar de kerninflatie bedraagt vandaag maar

2,5 procent. Dat is nog iets te hoog, maar voldoende dicht in de buurt van de doelstelling om gemiddeld 2% inflatie op de lange termijn na te streven. Het risico dat het slecht gaat met de arbeidsmarkt is vandaag echter veel hoger.

Je voelt de focus van de Fed dus verschuiven, van inflatie naar de arbeidsmarkt, en wij gaan daarin mee. The Bureau of Labor Statistics in de VS houdt elke maand een enquête bij een derde van alle werkgevers: hoeveel jobs zijn erbij gekomen en hoeveel zijn er verdwenen? Dat geeft dan een maandelijkse barometer voor de situatie op de Amerikaanse arbeidsmarkt. De voorbije jaren werden wij geëeld door het maandelijkse inflatierapport, en dat zullen we uiteraard ook blijven opvolgen. Maar voortaan worden wij vooral geëeld door dat maandelijkse banenrapport, elke eerste vrijdag van de maand. Wij kijken dus al uit naar de volgende publicatie ervan op 4 oktober.

Soft landing ?

Of er een recessie zit aan te komen of niet is dus dé hamvraag die de markten momenteel beheerst. Wij zijn voorzichtig met uitspraken, maar neigen toch naar een soft landing. Dat zou, in tegenstelling tot een recessie, goed zijn voor aandelen. De centrale banken hebben de beleidsrente ongezien snel verhoogd en deze te lang hoog gehouden, maar er worden nog steeds veel banen gecreëerd. In augustus waren dat er nog 142.000. De werkloosheid van 4,2 procent heeft een stijgende trend, maar dit is nog steeds een heel laag niveau. We zien dus een verdere vertraging van de economie, maar dit zijn geen cijfers zoals aan de vooravond van een recessie. Dat kan bij de volgende publicatie natuurlijk een ander verhaal worden en zoals gezegd volgen ook wij dit zeer nauwlettend op.



Daarnaast vinden we het ook interessant om de debt service ratio te monitoren, de schuldenlastverhouding voor bedrijven en huishoudens. Ook dat huidige niveau

doen ons denken dat we naar een soft landing op weg zijn. De debt service ratio bedraagt momenteel 15 procent in de VS. Met andere woorden: 15 procent van het inkomen van huishoudens en bedrijven wordt er gemiddeld gependend aan het afbetalen van leningen en andere schulden. Dat niveau ligt hoger dan de voorbije 10 jaar na de afwikkeling van de financiële crisis, maar is nog altijd redelijk laag in een breder historisch perspectief. De private schuldenlast valt voorlopig dus nog mee. Dat we ondanks die hoge leenkost, als gevolg van het rentebeleid, nog altijd niet in een recessie zijn beland, komt omdat veel van de leningen en schuld nog aan interessantere tarieven uitstaan.

Aandelen

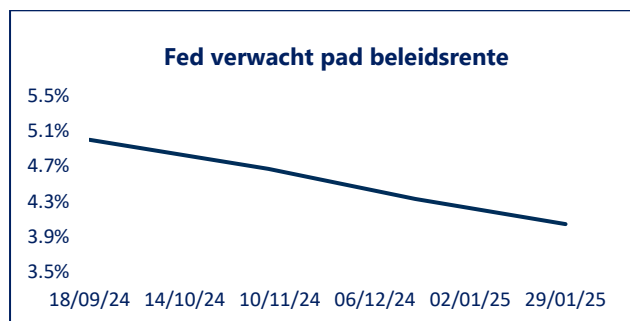
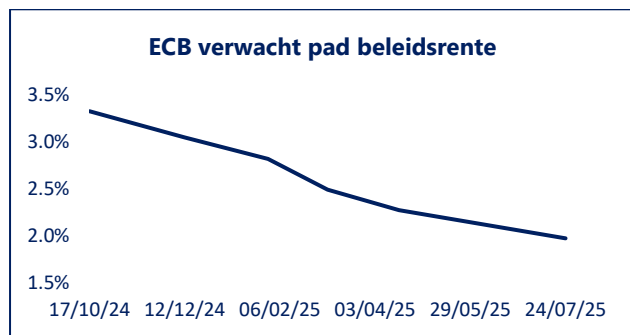
Als we zouden denken dat we naar een recessie gaan, dan zouden we nu het aandelenrisico in portefeuilles moeten afbouwen en defensiever positioneren. Voorlopig doen we dat dus niet en houden we de aandelenpercentages op peil. We hebben onze accenten wel wat verlegd. Zo hebben we recent wat meer small cap bedrijven opgenomen via enkele tracker fondsen. Dat heeft nog niet positief uitgekapt maar we verwachten dat dit toch een goeie move zal zijn eenmaal de realiteitszin helemaal terugkomt: de recessievrees is overdreven en de renteverlagingen komen eraan. Beide evoluties zouden in het voordeel van small caps moeten spelen. Ook op negatieve dagen, zien we dat de koersen van die ondernemingen zich wat stabiel gedragen. Wij redeneren dat het effect van de dalende rente meer deugd zal doen aan de small caps dan het effect van een vertragende economie hen kwaad zal doen.

We blijven ook positief op vastgoed. In augustus was dat ruim de beste sector, terwijl de markt algemeen negatief was. Met die beleggingen hebben we het dus heel goed gedaan. We gaan wel iets voorzigtiger om met big tech. AI is zeker de groeimotor voor de toekomst maar het sentiment zit tegen en de verwachtingen zijn heel hoog gespannen. Kijk maar naar de recente kwartaalresultaten van Nvidia: het bedrijf lost de hoge verwachtingen vrij goed in, maar elke kleine teleurstelling heeft plots toch een groot effect op de koersen van het bedrijf.

Obligaties

Voor de tienjaarsrente verwachten we niet veel verdere daling. De langetermijnrente is onder normale omstandigheden ongeveer gelijk aan de nominale BBP-

groei. Als je rekent dat de kerninflatie wereldwijd naar 2 procent gaat, de reële groei in de VS ongeveer 2 procent bedraagt en in Europa een kleine 0,5 procent, dan zijn de huidige lange rentes zelfs iets te laag. Alleen in een recessiescenario, waarin de centrale banken sneller moeten verlagen dan nu gepland, is er nog veel ruimte voor een daling van de langetermijnrente. Nu lijkt het ons te laat om de duratie in portefeuilles nog te verhogen. Zolang de ECB-rente nog op 3 procent staat, blijven de posities in geldmarktfondsen goed renderen. In de komende maanden zal de rente hierop natuurlijk dalen, wanneer de ECB de beleidsrente verlaagt.



Op krediet zijn we niet extra aan het inzetten: noch op investment grade, noch op high yield. Omdat de vergoeding die je vandaag krijgt, de spreads, niet bepaald hoog zijn. En als de economie vertraagt, recessie of niet, komen bedrijven sowieso sneller in betalingsproblemen. Zeker op high yield gaat het default percentage, dat vandaag laag staat, toch eerder richting historische gemiddelden.

De dollar is ondertussen sterk gedaald naar een EUR/USD-niveau van 1,12, terwijl de rentekloof tussen de landen nauwelijks is veranderd. De Fed zal de rente verlagen, wat slecht is voor de dollar, maar andere centrale banken, zoals de ECB, zullen volgen, en dat is dus slecht voor de euro. Gezien de geopolitiek gevoelige

situatie lijkt het ons verstandig om een deel in dollar te blijven aanhouden.

Harris vs. Trump

Tot slot nog een woordje over de nakende Amerikaanse presidentsverkiezingen. Bij de gokkantoren waar mensen effectief hun geld inzetten op het resultaat, noteren de kansen vandaag licht in het voordeel van Trump. In de polls zie je dan weer dat Harris een beetje voor ligt, met ongeveer 2 procent. Een echte nek-aan-nek race dus. Voor de komende maand zullen de kansen waarschijnlijk heel gelijk verdeeld blijven. Zolang het resultaat niet duidelijk wordt, zal het volgens ook de markten niet sterk gaan bepalen in september en oktober. In de volgende nieuwsbrief, minder dan een maand voor de uitslag, zullen we hier dieper op ingaan.

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.