

DL FLASH!

Nieuwsbrief van Dierickx Leys Private Bank
Jaargang 5, nummer 4 - Augustus 2019

De inverse rentecurve in de VS: is de beleggerspaniek gegrond?

Woensdag 13 augustus en donderdag 14 augustus werd de Amerikaanse rentecurve voor korte termijn invers (zie kader). Dat zette een grote daling op de aandelenmarkt in gang. Woensdag ging de Standard & Poor's 500-index 3 % lager. De beweging sleurde ook de Europese en Aziatische beurzen mee terwijl de winstverwachtingen weinig veranderden. In combinatie met steeds negatiever wordende rentevoeten zijn aandelen, relatief gezien, interessanter geworden.

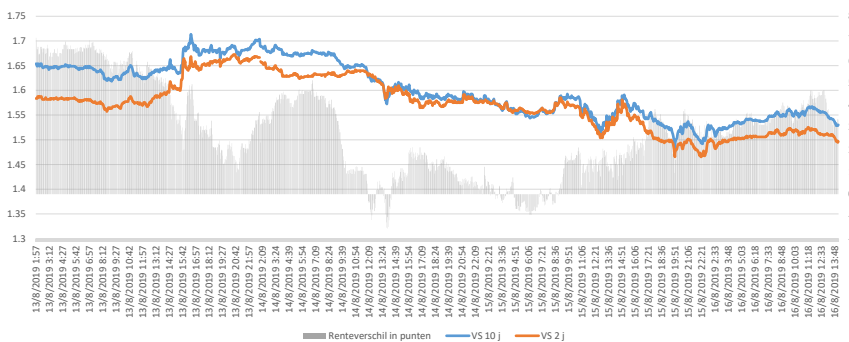
Voorbode van recessie

Een inverse rentecurve was in het verleden dikwijls de prelude van een recessie. Soms was het bijna 2 jaar wachten zoals in 2006, soms volgde er geen zoals in 1998, maar meestal was een recessie dichtbij. Economisch gezien is er sprake van recessie wanneer de groei twee opeenvolgende kwartalen negatief is.

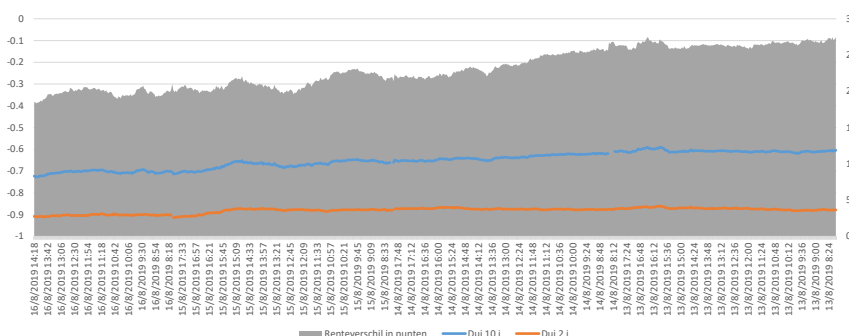
In Europa is de rentecurve voorlopig nog normaal te noemen.

Een inverse rentecurve?

De rentecurve is de lijn waarbij de rentes over de verschillende looptijden zijn weergegeven. In normale omstandigheden liggen de langetermijnrentes hoger dan de kortetermijnrentes. Een belegger compenseert daarmee het extra risico dat hij loopt wanneer hij zijn geld langer aan iemand ontleent. De situatie waarbij de rentes op korte termijn nagenoeg even hoog zijn als die op lange termijn geeft een vlakke rentecurve. Wanneer de rente op lange termijn lager is dan op korte termijn, dan is er sprake van een inverse rentecurve. Die laatste situatie komt slechts uitzonderlijk voor.



VS: rente 10 jaar, 2 jaar en verschil



Duitsland: rente 10 jaar, 2 jaar en verschil

Obligaties: grote belangstelling obligatie(-ETF)s

Met de escalatie van het Chinees-Amerikaanse handelsconflict, een naderende harde uittrede van het Verenigd Koninkrijk uit de Europese Unie en een aanzwellend aantal indicaties dat de groei in Europa en de rest van de wereld vertraagt, kiezen beleggers massaal voor obligaties. Volgens Morningstar stroomde er in de eerste jaarhelft bijna \$ 150 miljard in obligatiefondsen. Ook op de obligatiemarkt zijn trackers steeds populairder.

Nochtans is er weinig plezier te beleven aan obligaties van enige kwaliteit. Volgens gegevens van Bloomberg noteren obligaties ter waarde van ongeveer \$ 16 biljoen, iets meer dan een kwart van de wereldwijde obligatiemarkt, tegen negatieve rentes.

De negatieve rentes doen banken en verzekeraars pijn. Levensverzekeraars en pensioenfondsen kunnen nauwelijks nog een opbrengst op de beleggingen garanderen.

Regelgeving en centrale banken

Toch blijven beleggers massaal geld naar de overgewaardeerde obligatiemarkten sturen. Dat druist in tegen de logica, die voorschrijft dat investeringen en beleggingen best op de meest productieve manier ingezet worden.

De oorzaak van het probleem is een uitloper van de financiële crisis die tien jaar geleden woedde. Om te vermijden dat banken en verzekeraars opnieuw te veel risico op de balans zouden nemen, werden de regels aangescherpt. Daardoor verdwenen de risicovolle handelsactiviteiten

voor eigen rekening bij de banken en werd er minder ruimte gelaten om te investeren in aandelen.

Ook de verzekeraars moeten door de strakkere regels minder in aandelen en meer in, volgens de redenering van de overheid, minder risicovolle obligaties beleggen. Zo worden heel wat marktparticipanten, dikwijls tegen hun zin, verplicht in obligaties te beleggen.

Tegen die achtergrond verlaagden heel wat centrale banken de rente. Door de kortetermijnrente te drukken, bleef de rentecurve normaal waardoor de rentemarge van de banksector stevig bleef. Later kwamen er vanwege de Europese Centrale Bank ondersteunende acties bij om, wat er ook nodig is, de euro (en een reeks banken) te redden. Het recept waarbij in het begin overheidsobligaties gekocht werden, werkte zo goed dat het pakket werd uitgebreid met bedrijfsobligaties. Een lagere rente voor bedrijven moest de economische activiteit aanzwengelen.

Verschillende toplui van de Europese Centrale Bank (ECB) geven aan dat de rente eventueel nog dieper kan. Tegelijk zoekt de ECB een uitweg voor het cashprobleem van de banken.

De centrale banken zitten in een zelf gecreëerde val waar ze moeilijk nog uitraken. De schuldenberg, die reeds enorm was bij de start van de financiële crisis iets meer dan 10 jaar geleden, is door de extreem lage rente alleen maar aangezwollen. In normale omstandigheden stijgt de rente op de uitstaande schulden als de resultaten verslechteren. Als gevolg van de inkoopacties van bedrijfsobligaties bleven bedrijven

met zwakke resultaten artificieel in leven. Dat is ten nadele van gezonde bedrijven.

Solvabele bedrijven lenen quasi gratis op looptijden tot tien jaar. Op vijf jaar is de rente dikwijls negatief. Verontrustend is dat sommige bedrijven daarvan gebruikmaken om via geleend geld massaal eigen aandelen in te kopen tot een zorgelijk niveau. Het farmaceutische bedrijf GlaxoSmithKline kocht de laatste jaren zoveel aandelen in dat de solvabiliteit terugviel van 25 % in 2009 naar amper 6 % nu. Scherper gesteld: terwijl er tien jaar geleden € 3 vreemd vermogen stond tegenover € 1 eigen vermogen staat er nu € 15,7 vreemd vermogen tegenover € 1 eigen vermogen! In zo'n geval is de buffer bij een terugval van de economische activiteit weg. De techniek die GlaxoSmithKline toepast, is bij vele bedrijven, in mindere of meerdere mate, terug te vinden.

De link met de reële economische groei is ver weg, ook al zal iedereen die geld ontleent vandaag, voor een hypotheek, bedrijfskrediet of persoonlijke lening, tevreden zijn dat de rente op het krediet veel lager is dan tien jaar geleden. Alleen leidt het tot stijgende prijzen voor financiële activa.

Aandelen: kopen of dumpen?

Dat er ooit nog een recessie komt, daar valt niet aan te twijfelen. Dat de aandelenmarkten in dat geval zeer nerveus reageren, is ook geen nieuws. De inverse rentecurve die we vorige week even zagen in de VS, joeg beleggers wereldwijd in de gordijnen. Hoe moeten we vandaag met de hele situatie omgaan?

Vooreerst een paar vaststellingen:

1. De rente zit dicht tegen nul. Als de waarde van een actief gelijk is aan de verdisconteerde toekomstige kasstromen, dan is de waardering in een wiskundige wereld gelijk aan oneindig. De kleinste risicopremie of kosten voor het eigen vermogen die je in de formule opneemt, geeft gigantische verschillen op de huidige waarde. Een kleine inschattingfout geeft fors lagere toekomstige beurskoersen. De sensitiviteitsanalyse van een analist is belangrijker dan ooit.

2. De focus van de aandelenmarkt ligt het laatste decennium op groeiaandelen. Als gevolg daarvan bleven de aandelen van bedrijven waarvan de resultaten gevoeliger zijn voor de schommelingen in de economische groei, reeds geruime tijd achter. Tijdens de vorige economische crises gingen conjunctuurgevoelige aandelen pas lager eens de tekenen van economische groei- vertraging zichtbaar waren. Nu dalen ze, als gevolg van de escalerende handelsoorlog op de achtergrond, al geruime tijd. Het begon een jaar geleden bij de autobouwers en hun toeleveranciers. In het geval van BMW, dat zwaar inzet op de Chinese markt, ligt de topkoers al van het eerste kwartaal van 2015 achter ons. Melexis, Umicore, Kion Group, Solvay en ArcelorMittal, om er maar enkele te noemen, noteren tegen koersen die een heel eind onder hun topkoersen liggen.

Lang voor de inverse rentecurve en de reële economische terugval trokken beleggers al hun conclusie. Nieuwe tekenen van economische terugval zullen de zichtbaarheid op de winstgevendheid verder aantasten en de aandelenkoersen verder onder druk zetten. Melexis en Umicore noteren in termen van koers-winstverhouding nog altijd een eind boven 20, omdat, samen met de dalende koersen, ook de winstverwachtingen onder druk stonden.

3. In het verleden hebben de centrale banken voorkomen dat bedrijven failliet gingen. Houden ze die wandelende doden opnieuw overeind bij een volgende crisis? Of mogen de normale economische wetmatigheden spelen? Daarom is focus op financiële gezondheid nog belangrijker dan in het verleden.



S&P 500-index



BMW

Conclusie

Zonder concrete tekenen van economisch herstel zullen de conjunctuurgevoelige aandelen het moeilijk blijven hebben. Voor wie in de sensitiviteitsanalyse kiest voor de voorzichtige scenario's is er in de huidige markten weinig te rapen. Dierickx Leys Private Bank kiest reeds een hele tijd voor aandelen van aanvaardbaar gewaardeerde bedrijven met een competitief voordeel waarvan de resultaten weinig hinder ondervinden bij een economische terugval.

Einde vorige week gingen de aandelenkoersen flink lager terwijl de winstverwachtingen weinig veranderden. In combinatie met steeds negatiever wordende rentevoeten zijn aandelen, relatief gezien, interessanter geworden.

Zelfs al is het verwachte rendement op aandelen eerder 5 % dan 10 %, wat historisch laag is, toch is het relatief veel aantrekkelijker dan dat van cash. Wie kiest voor kwalitatief goede bedrijven koopt bovendien reële activa.


Zelfs na de terugval van vorige week blijft de return die de markten sinds Nieuwjaar voorlegden, zeer aantrekkelijk. Voor de rest van het jaar de lijn doortrekken, is onrealistisch. Wie graag wat meer zekerheid inbouwt omtrent de evolutie van de economische situatie kijkt best nog wat de kat uit de boom. Wie voldoende doorwinterd is op de aandelenmarkten weet dat belegd blijven op lange termijn meestal beter uitpakt dan markttiming. 80 % van de return op de aandelenmarkt wordt immers gerealiseerd op amper 20 % van de dagen.

Kasteelplein Street Journal,
The Markets! en Flash! kan u terugvinden op onze website onder de rubriek 'Publicaties/Magazine en nieuwsbrieven'.

Verantwoordelijke uitgever: Werner Wuyts
Opmaak: JEdesign.be

DIERICKX LEYS
P R I V A T E B A N K
dierickxleys.be

Volg ons ook op sociale media

 [linkedin.com/company/dierickx-leys-private-bank](https://www.linkedin.com/company/dierickx-leys-private-bank)

 [facebook.com/dierickxleys](https://www.facebook.com/dierickxleys)

'DL Flash!' is een maandelijkse uitgave van Dierickx Leys Private Bank nv. Kasteelpleinstraat 44-46, BE-2000 Antwerpen tel: +32 3 241 09 99. Opgemaakt door Werner Wuyts. Overname uit deze publicatie is toegelaten mits bronvermelding. De beleggingsinstrumenten vermeld in deze publicatie zijn niet geschikt voor alle beleggers. Er dient rekening gehouden te worden met de doelstellingen, financiële draagkracht, kennis, ervaring en risicokenmerken van de belegger. De Bank verstrekt langs deze weg geen persoonlijk beleggingsadvies. Meer informatie over de selectie en beoordelingsmethodes van hoger vermelde effecten en de onafhankelijkheid van het onderzoek ervan vindt u op [dierickxleys.be](https://www.dierickxleys.be) in de rubriek Beleggingen/Selectiecriteria aandelen en obligaties. De vermelde historische resultaten en prognoses zijn geen betrouwbare indicator voor toekomstige resultaten. De vermelde opinies kunnen in de toekomst wijzigen. De bedragen in vreemde valuta kunnen onderhevig zijn aan fluctuaties.