



PROSPONAUT 2de kwartaal 2019

Macro-economisch : Powell en Co verwachten geen rentedalingen op korte termijn

Onmiddellijk na het rentebesluit van de FED van 1/5 legde Powell uit dat de huidige lage inflatie wellicht een tijdelijk fenomeen is. Prompt stegen de rentevoeten en de USD. De markt had immers al rentedalingen voor dit jaar ingeprijsd oa omdat de Fed de voorbije weken had aangekondigd nu ook te stoppen met QT in september. Wat is er veranderd sinds dan en de laatste prosponaut, een kleine 3 maand geleden, waardoor Powell nu opnieuw een bocht lijkt te nemen ? Er zijn ons inziens twee belangrijke zaken gebeurd.

Ten eerste is General Electric voor een groot stuk gestabiliseerd. Ze hebben verbazend plots een koper gevonden voor hun pharma afdeling. Het Amerikaanse Danaher zal deze overnemen voor enkele tientallen miljarden. Daarnaast hebben ze uitzicht op verdere afbouw van schulden door de verkoop van andere bedrijfsonderdelen. Ook hun recente kwartaalresultaten waren bemoedigend. De grote bezorgdheid van Powell, een implosie van General Electric, lijkt daarmee grotendeels verdwenen.

Ten tweede maakt de S&P500 nieuwe hoogtepunten en lijkt deze index een kop en schouder formatie te ontwikkelen. De schouder of dubbele top ligt rond de huidige niveaus en klopt ook qua timing. Powell heeft er in het verleden geen geheim van gemaakt dat de index bij deze stand een hoge waardering heeft, waardoor de economie verder wordt aangezwengeld. Binnen de Fed gaan ook reeds geruime tijd stemmen op dat ze bij hun beleid ook rekening moeten houden met de impact van de financiële markten op hun klassieke inflatie -en groei-doelstelling. Dit is nieuw. Vroeger gold binnen de Fed de Greenspan-doctrine : de Fed moet niet proberen overgewaardeerde markten af te remmen, ze moet alleen de rommel opkuisen na het feest.

Zoals voorspeld maken deze twee redenen dat Powell zijn vinger wellicht van de pauzeknop wil afhaken. Wij verwachten dat Powell verder in die zin zal communiceren. Dit zal leiden tot een verdere versterking van de USD en dalende aandelenmarkten. Zelfs zonder Powell lijken deze laatste neerwaarts gericht. De liquiditeit op de markten lijkt sterk af te nemen. Daarvoor zijn er twee indicaties.

Ten eerste is de geldhoeveelheid in de US de laatste weken opnieuw aan het dalen.

Ten tweede stellen we vast dat de banken krap zitten qua liquiditeit. De IRS rentevoet op 30 jaar ligt circa 25 basispunten lager dan de 30 jarige Treasury. Dit gaat in tegen volgende economische wet : de vergoeding voor risico moet hoger liggen dan voor geen risico. Om een IRS te verkopen dient de bank momenteel vaste rentebetalingen te aanvaarden, van bijvoorbeeld een bedrijf, die lager liggen dan de vergoedingen die het kan ontvangen van de Amerikaanse staat. Ofwel is de Amerikaanse staat risicovoller dan een bedrijf, ofwel klopt de prijs niet. Wij gaan ervan uit dat de prijs niet klopt en dit wijst



doorgaans op een ernstig probleem. Dit komt wellicht omdat de banken geen extra risico op hun balans kunnen bijnemen. Een gezonde bank zou immers direct IRSen kopen (en daarvoor weliswaar een beetje kapitaal op zijn balans moeten reserveren) om zo een lagere rente te kunnen betalen aan een andere bank dan ze ontvangt van de Amerikaanse staat. Dit is gemakkelijk verdiend en zou in een gezonde markt weggearbitreerd worden. Dat dit niet gebeurt, wijst op een zwakte bij de US banken. Op het lange eind is een negatieve spread niet uitzonderlijk, maar een verdere verslechtering verdient de grootste aandacht. Ook volgens een analist van JP Morgan zit de liquiditeitspositie van de US banken, ondanks excesreserves van 1400 miljard, op zijn laagste punt in de voorbije 10 jaar.

De ontwikkelingen van eind 2018 (o.a. Kerstcrash + slabakkende ster techno-aandelen) samen met de eerdere vaststellingen ivm de reële rentes doen ons concluderen dat we aan het einde van deze cyclus zijn. Door de nieuwe highs van de S&P en de IPO-euforie lijkt het erop dat deze cyclus nog wel even kan doorgaan. Deze nieuwe highs hebben echter voorlopig niet geleid tot een toename van de base1 money supply (geldhoeveelheid) in de US. Integendeel, door de daling van de geldhoeveelheid verwachten wij op korte termijn een correctie.

Bedrijven

Gezien het bovenstaande en de algemeen hoge waardering op de markten concentreren wij ons op instrumenten met kapitaalgarantie die profiteren bij een daling van de markten. De omstandigheden en voorwaarden voor dergelijke instrumenten zijn in jaren niet meer zo gunstig geweest. De markten zijn hoog en worden op middellange termijn beleidsmatig wellicht niet verder ondersteund in de VS. De volatiliteit blijft na de recente opstoot van februari laag in historisch perspectief en de korte termijn rentevoeten zijn al 10 jaar niet meer zo hoog geweest. Mede hierdoor kan een investeerder momenteel zijn kapitaal 100 % beschermen en tot 80% participeren in de daling van de markt. Bij een correctie van 10% verdient de investeerder dus 8%.

Anderzijds kunnen converteerbare obligaties van zwakkere bedrijven die gebruikmaken van de recente financiële luwte om zich te herfinancieren ook opportuniteiten in zich dragen.

3 mei 2019



Karakter Invest