

Aanhoudende onlusten

Zowel obligatie - als aandelenbeleggers protesteren dezer dagen massaal en luidruchtig tegen de plannen van de Amerikaanse Federale Overheid om haar expansieve monetaire politiek op een lagere versnelling over te schakelen. Ook al wordt dit laatste in alle toonaarden ontkend, toch wordt er rekening gehouden met een afname van monetaire stimulansen. Dit werd tot nu toe alleen als een theoretische mogelijkheid geopperd, maar tussen de lijnen van de commentaren van de Fed-Voorzitter valt wel af te leiden dat bij een verdere verbetering in de vooruitzichten voor de Amerikaanse economie, een bijstelling van het beleid zeker niet ondenkbaar is. Wanneer een economie te lang of overmatig wordt gestimuleerd met kunstmatig lage rentevoeten, zowel op het korte als lange einde, dan is een scenario van oplopende inflatie immers niet ondenkbaar.

Het is echter te vroeg om nu reeds met zekerheid te stellen dat de Amerikaanse economie een hoger groeipad is ingeslagen. Uit de laatste indicatoren blijkt zelfs eerder het tegendeel: De sterk sfeerbepalende ISM indicatoren wezen zowel in de industrie als de dienstensectoren op een vertraging van de groei, terwijl de beleidsbepalende werkgelegenheidscijfers eerder duiden op een koppig ingenestelde structurele werkloosheid, naar slecht Europees voorbeeld. Enkel de bouwsector blijft wijzen op een herstel, maar dit is nog te precair om het monetaire beleid van pad te laten veranderen.



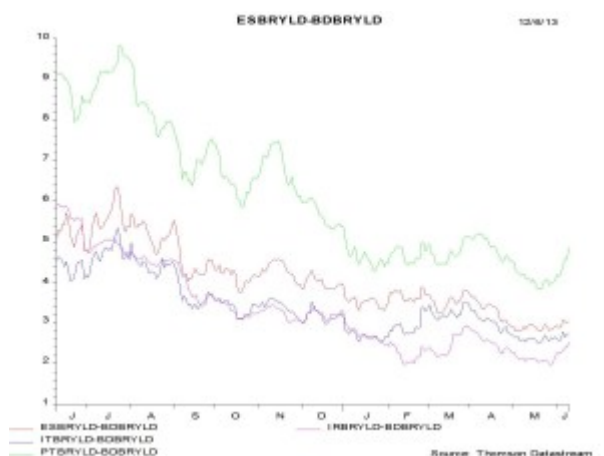
Grafiek : ISM indicatoren VSA

Deze wijziging zou overigens pas ten vroegste voor dit najaar gepland zijn , maar het spookbeeld van verminderde stimulansen bij een economische ontwikkeling die nog te afhankelijk is van extreem lage rente, boezemt bij aandelenbeleggers de angst in op een onnodige groeivertraging die de bedrijfsresultaten negatief kan beïnvloeden. Obligatiebeleggers zien dan weer het doemscenario van 1994 opduiken en zien het renteniveau opveren, met een onmiddellijke mechanische repercussie op de koersen van de sterk gestegen koersen van vastrentende beleggingen.

Of dit allemaal zo'n vaart zal lopen, valt echter te betwijfelen maar met recente rentestijging van 40 tot 50 basispunten is de lange termijnrente zowel in Duitsland als de VS terug beland op het niveau van februari 2013. Op zich nog geen ramp, maar dit is wel van aard om ook de flight-to-quality premie in Europa licht te laten toenemen. Een gelijkaardige toename die we ook opmerken bij de rentever verschillen van de meeste Europese overheden t.o.v. Duitsland. Of uit deze evolutie verregaande conclusies moeten worden afgeleid, is niet meteen duidelijk. Feit is echter dat de aangekondigde bankenunie steeds nadrukkelijker om een concrete invulling vraagt. Dit is vooral belangrijk voor Ierland, dat haar interne bancaire problemen alleen opgelost kan zien wanneer deze verwaterd worden in het Europese geheel. In mindere mate geldt dit ook in België. Niet omdat de problemen van de grootbanken hier minder ernstig zouden geweest zijn, integendeel! Maar België heeft nu eenmaal veel grotere spaarmassa's om als buffer te dienen. De klacht die sedert gisteren aanhangig werd gemaakt bij het Duitse hooggerechtshof over het potentiële conflict tussen de Duitse Grondwet en de expansieve politiek van de ECB, heeft weliswaar een zeer hoog "déjà vu"-gehalte maar weegt toch enigszins door op de gemoedsrust. De

minste twijfel over het voortzetten van de ECB-politiek zou immers van aard zijn om de moeizaam verkregen stabilisatie van de Eurozone terug in het gedrang te brengen.

Grafiek 2 : Overheidsspread 10 jaar met Duitsland



Traangas en waterkanonnen hebben over het algemeen een averechts effect op betogingen. Bij het huidige oproer op de financiële markten heeft dit zo mogelijk nog minder effect.

Het blijft afwachten op nieuw cijfermateriaal en indicaties van beleidsmakers. Maar toch kan het geen kwaad om alles in zijn recente historische perspectief te zien. Aandelenmarkten spurtten destijds vooruit in het perspectief van zeer lage rente en monetaire stimulansen maar legden hierdoor een zware hypotheek op haar eigen groeiritme. Indien de economie inderdaad herneemt, dan kan het immers niet anders dan dat ook de rente terug stijgt en de monetaire stimulansen worden stopgezet. Deze fase lijkt nu korter bij gekomen dan enkele maanden geleden werd aangenomen. Op het eerste zicht goed nieuws dus, maar toch met een noodzakelijke neerwaartse correctie op zowel aandelen- als obligatiemarkten.

“Reculer pour mieux sauter”? Misschien, al blijft de Chinese situatie ons toch wat zorgen baren. De patstelling tussen enerzijds de noodzaak tot rentedaling en anderzijds de oplopende voedselinflatie en de hoge vastgoedprijzen, zadelt de Regering op met een dilemma en blijft wegen op de ontwikkeling van de lokale beurs en de financiële markten in de brede periferie.

We blijven echter voorzichtig optimistisch met aandelenposities die zich licht onder de maximumgrenzen situeren van de beleggingsprofielen maar met veel aandacht voor de bescherming van de neerwaartse risico's en een nadrukkelijk accent op Amerikaanse aandelen. Deze keuze verantwoordt zich vooral door de blijvend toenemende bedrijfsresultaten.

Bij obligatieposities worden de looptijden stelselmatig verlaagd en wordt het accent -zij het voorzichtig - gelegd met Emerging market bonds.