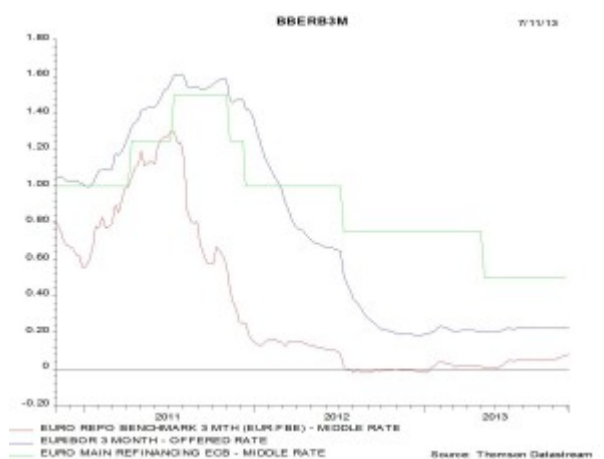


Op de wisselmarkten is de kans wellicht het kleinst om via een gefundeerde analyse tot een accurate voorspelling te komen. Maar bij hoge uitzondering durven we ons toch even te gewagen aan deze verraderlijke materie. Het is immers reeds enkele maanden zo dat de USD/EUR verhouding sterk afwijkt van een verantwoord fundamenteel niveau voor deze wisselkoers. De verschillen in de LT rente tussen de VS en Eurozone wijzen al geruime tijd op een versteviging van de "green back" maar de effectieve beweging volgde grotendeels de omgekeerde richting. Dit laatste werd veroorzaakt door verschillende elementen waarbij vooral de plotse ommekeer in de verwachte evolutie van de Amerikaans LT rente een decisieve rol heeft gespeeld. In september 2013 werden de kansen op een hogere obligatierente in de VS plots veel lager ingeschat nadat de woordvoerders van de Centrale Bank zich uit de naad begonnen te werken om de impact van oorspronkelijke aankondiging van haar voorzitter bij te sturen. De Europese economische omgeving gaf op datzelfde moment enkele hoopgevende tekenen van vitaliteit waardoor het renteverskil tussen de VS en de Eurozone afnam en de dollarkoers onder druk kwam te staan.

Deze rentesituatie lijkt nu terug om te keren en de dollarkoers te ondersteunen. De cijfers uit de VS zijn alleszins voldoende om een scenario van een houdbaar herstel te ondersteunen waardoor de "tapering" (dit is afbouw van de monetaire impulsen waardoor de LT rente moet stijgen) in de komende weken langzaam en geleidelijk van start zou kunnen gaan. De economische cijfers in Europa bevestigen intussen de verwachting dat in 2014 het Oude Continent veralgemeend uit zijn diepe slaap zou kunnen ontwaken zonder echter op dit groeipad veel te kunnen versnellen. Met een dergelijk scenario wordt echter al voldoende rekening gehouden in de Europese rentevoeten, zodat in de komende periode de Amerikaanse rente wat sneller kan stijgen dan de Europese en waardoor de dollarkoers een hoger niveau zal opzoeken.

Opvallende bewegingen vind je momenteel niet enkel op het vlak van de lange termijn rentevoeten. Een merkwaardige vaststelling betreft de toename van de Europese Repo-rente, die fungeert als de bodem-rente in het Europese monetaire systeem. Zonder te technisch te willen worden, betekent dit dat de rente waaraan banken mits de nodige waarborg kunnen ontlenen bij ECB gradueel maar onmiskenbaar begint toe te nemen. Dit is tegelijk goed en slecht nieuws. Positief omdat dit aangeeft dat de vraag naar kredieten in de Eurozone stijgt waardoor (eindelijk) de gecreëerde financiële middelen hun weg vinden naar industrie en hiermee de verwachting bevestigen dat Europa uit zijn diepe dal klimt.

Grafiek 1 : Officiële korte termijntarieven in Europa



Maar een dergelijke evolutie dreigt ook de interbancaire rentetarieven naar boven te doen evolueren en dat staat haaks op de gewenste beweging. De ECB probeert immers deze tarieven die Europese banken aan mekaar aanrekenen zo laag mogelijk te drijven. Zo vormen interbancaire leningen immers geen alternatief voor kredieten aan bedrijven en kan de monetaire overheid tegelijk de "funding" van haar banken goedkoop houden en hierdoor het financieel systeem

stabiliseren.

Vandaar ook de verwachting dat de ECB kortelings haar laatste wapen zal inzetten om de rente op korte termijn laag te houden. Het enige middel dat haar nog rest is om via de “refi-rente” de rentetarieven terug naar beneden te duwen. Deze “refi-rente” vormt het plafond voor de officiële rentetarieven op korte termijn en wordt aangerekend voor kredieten bij de Centrale bank zonder waarborgen. De kans dat hiermee de interbancaire rente zou worden afgestopt is echter eerder klein. Een vorige poging daartoe dateert van begin mei 2013 en had geen enkel impact, noch positief, noch negatief. Maar uit een dergelijk signaal van de ECB zal wel worden afgeleid dat in de nabije toekomst niet alleen de rente op lange termijn maar ook op korte termijn in Europa een ander pad zal volgen dan de VS, hetgeen de dollarkoers zal verstevigen.

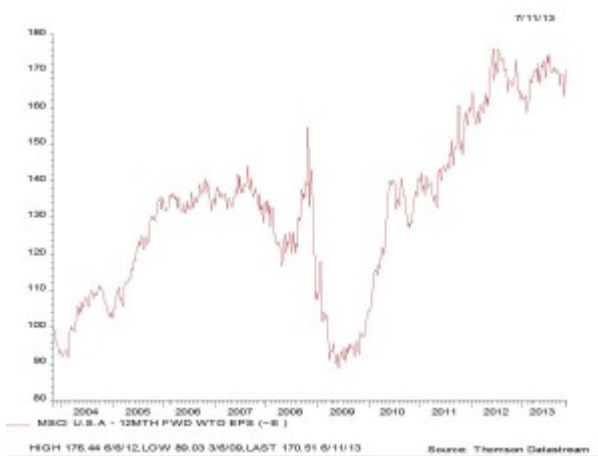
De aandelenmarkten in Europa en de VS deinen intussen rustig verder op de golf van aangekondigde bedrijfsresultaten. Zo zien we dit ook het liefst: Bewegingen die worden veroorzaakt door fundamenteel economische factoren in plaats van erratische politieke schokken. De meeste bedrijfsresultaten komen overigens binnen rond het verwachte, wat hogere niveau waardoor de aandelenmarkten geleidelijk hogere regionen zullen opzoeken, zeker nu er een veralgemeend scenario wordt aangenomen van verder economisch herstel in 2014. Vermits de intensiteit hiervan vooral in de VS en Duitsland toeneemt, blijven we een overgewicht toekennen aan beide regio’s.

De Amerikaanse beurs bereikt overigens dezer dagen zeer terecht nieuwe historische hoogtepunten, volledig in lijn met en gefundeerd op de verwachte bedrijfsresultaten over de komende 12 maanden.

Grafiek 2 : evolutie van de S&P index en Dow Jones industrials



Grafiek 3 : verwachte bedrijfsresultaten VS



De evolutie in Zuidoost Azië staat vooral in de schaduw van de resultaten van het Partijcongres in China waar een imminente keuze moet worden gemaakt hoe de Chinese groei terug aangezwengeld kan worden zonder van de vastgoedsector een zeepbel te maken. Geen eenvoudige keuze die alleszins een algemene impuls zoals een rentedaling onmogelijk maakt, ondanks de evidentie noodzaak hiertoe vanuit de industrie. De economische politiek zal vandaar moeten worden bijgestuurd op basis van chirurgische ingrepen. De zeer lage waardering van de Chinese markt laat ons echter toe om geleidelijk onze onderwegingen in de groeilanden weg te werken. Hierbij worden echter enkel gefocust op de Aziatische aandelenmarkten met een additioneel accent, gericht op emerging bonds.