

Déjà vu?

Een zelden geziene stroom van (relatief) goed nieuws inspireert aandelenbeurzen wereldwijd tot nieuwe records en stabiliseert tegelijk de nerveuze obligatiemarkten.

De recente productiecijfers uit China ondersteunen de stelling dat de op één na grootste economie terug in staat mag worden geacht om geleidelijk een hoger groeipad op te zoeken, ondanks het manifest ontbreken van een rentestimulans zoals in Europa of de VS. In Europa groeit intussen de overtuiging dat eindelijk een economische ommekeer is bereikt, terwijl de ECB zelfs nog enige ruimte heeft weten te vinden voor een symbolische knip in de korte termijnrentevoeten - Al is dit laatste eerder van technische orde en wordt deze beleidsbeslissing veelal verkeerdelijk uitgelegd als een dramatische en desperate laatste zet om de economie alsnog te reanimeren.

Het is eerder een bevestiging van de toenemende vraag naar kredieten die nu echter nog niet aanleiding mag vormen tot een toename in de Europese interbancaire rentetarieven. Vandaar dat de Centrale Bank terecht besliste om haar plafondreente te verlagen, zodat iedere kans op toename van de interbancaire tarieven in de kiem wordt gesmoord. Alleszins bemerken we ook al een eerste kentering in de evolutie van de Europese bedrijfsresultaten- Ook al moet onmiddellijk worden toegevoegd dat de Duitse en Scandinavische bedrijven hieraan de belangrijkste bijdrage blijven leveren. De industriële activiteit in Duitsland blijkt intussen zijn zoveelste nieuwe adem te hebben gevonden en heeft de lopende rekening van onze Oosterbuur op een nieuwe recordhoogte gebracht. Dit is grotendeels te wijten aan de generatielange volgehouden investeringen in de productie van kwaliteitsvolle fijnmechaniek en de flexibilisering van de arbeidsmarkt maar het Duitse Wirtschaftswunder krijgt onmiskenbaar ook de hulp van de extreem lage rentetarieven in de Eurozone. Op zich zelfstaand zou Duitsland ongetwijfeld ook zijn streng wel weten te trekken maar zou tegelijk ook afgeremd worden door een topzware D-Mark en hogere rentetarieven omwille van de interne kredietvraag.

Maar om de "goed nieuwsshow" nog even verder te zetten: De Japanse lopende rekening bereikte deze week een tussentijds recordniveau, terwijl de beursgenoteerde bedrijven een versnelde winstgroei laten optekenen. Japan lijkt wel na twintig lange jaren definitief uit zijn winterslaap te zijn ontwaakt. De VS als grootste wereldeconomie en belangrijkste consument laat zich intussen ook niet onbetuigd. De ISM-indicatoren wijzen op een verdere verbetering van de vooruitzichten voor de tweede helft van 2014, hetgeen een verdere boost moet geven aan de verwachte bedrijfsresultaten voor die periode. Dit laatste situeert zich in een context van al substantiële toegenomen ondernemingswinsten zoals deze nu worden gepubliceerd. De werkgelegenheidssituatie verbetert zich echter slechts tegen een traag tempo, zodat er niet onmiddellijk moet worden gevreesd voor een toename van de Amerikaanse lange termijnrentetarieven. Een stijgende LT rente kan eventueel een bedreiging vormen door ondermeer de potentieel negatieve impact van hogere hypotheektarieven, maar gegeven de context van een kwetsbare jobcreatie in combinatie met de zeer lage inflatieverwachtingen, gaat er een geen directe dreiging uit van ontwikkelingen aan het rentefront.

Wat kan er nu nog fout gaan? Toegegeven, de huidige constellatie geeft mij een beklijvend "déjà vu" gevoel dat herinneringen evoceert uit een zeer recent verleden. Met name de situatie in maart en april van dit jaar, waarin zich dezelfde positieve financiële constellatie voordeed, met een stabiele lage rente en toenemende economische verwachtingen. Toen werd de "goed nieuwsshow" echter abrupt afgebroken door enerzijds scherp neerwaartse herzieningen van de Chinese economische groei (waardoor het hele Zuidoost-Aziatische groeiverhaal aan geloofwaardigheid verloor) en anderzijds de onnodige uitspraken van Fed Voorzitter in mei 2013. De Centrale bankier verwees toen verrassend naar de toegenomen kans op een verstrakking van monetaire politiek. Deze uitspraken waren weliswaar correct in het algemeen maar in het specifieke geval waarin de Amerikaanse economie zich bevond bleek een dergelijke waarschuwing echter compleet voorbarig. De reactie op de rentemarkten bleek echter niet uit en veroorzaakte wereldwijd schoksgewijs substantiële dalingen op de obligatiemarkten en aandelenbeurzen en vormde een bedreiging voor het precaire economische herstel dat zich in de VS begon te manifesteren. De reeks van economische cijfers die nadien verschenen ondersteunden het verhaal van Bernanke echter onvoldoende, zodat de rust geleidelijk kon terugkeren en de positieve ontwikkelingen op het vlak van bedrijfswinsten en conjuncturele indicatoren resulteerden in betere beleggingsresultaten.

Of een abrupte ommekeer, zoals in mei 2013, ook nu mogelijk kan zijn is vanzelfsprekend een open vraag. De voornaamste

bedreiging lijkt mij vooral te kunnen komen van een negatief resultaat uit het aan gang zijnde Chinese Congres, dat de economische politiek voor de komende jaren moet uitstippelen. Ook al hebben we ter zake geen al te hooggespannen verwachtingen, we verwachten toch enkele toegevingen aan de industrie. Het risico op de vorming van zeepbellen in de vastgoedsector moeten worden natuurlijk worden vermeden, terwijl ook de voedselinflatie een bron blijft tot permanente bezorgdheid. Daardoor zijn algemene stimulerende maatregelen niet gewenst maar blijft er een dringende behoefte aan gerichte ingrepen in de industrie die tegelijk dergelijke impulsen nodig heeft maar zich ook moet weten te wapenen voor toekomst. De huidige Chinese industriële organisatie vormt immers een aflopend verhaal met toenemende risico's van overinvesteringen in een voorbijgestreefd industrieel model. Een fundamentele transformatie is vandaar bittere noodzaak geworden, zeker in het licht van demografische schok die China in de komende jaren te wachten staat.

Wat betreft ons beleggingsbeleid blijven we de nadruk leggen op Amerikaanse, Duitse en Scandinavische aandelen, terwijl we geleidelijk onze onderwegingen in Zuidoost Azië wegwerken vooral op basis van beleggingsfondsen in Chinese aandelen. Onze onderwegingen in Japanse aandelen worden tegen een versneld tempo weggewerkt. Wat betreft onze obligatieposities blijven we onderwogen en hooguit op middellange termijn belegd (met nadruk op overheidsobligaties uit Ierland, Spanje en Italië). De enige markante uitzondering hierop wordt gevormd door een overwogen positie in emerging market bonds.