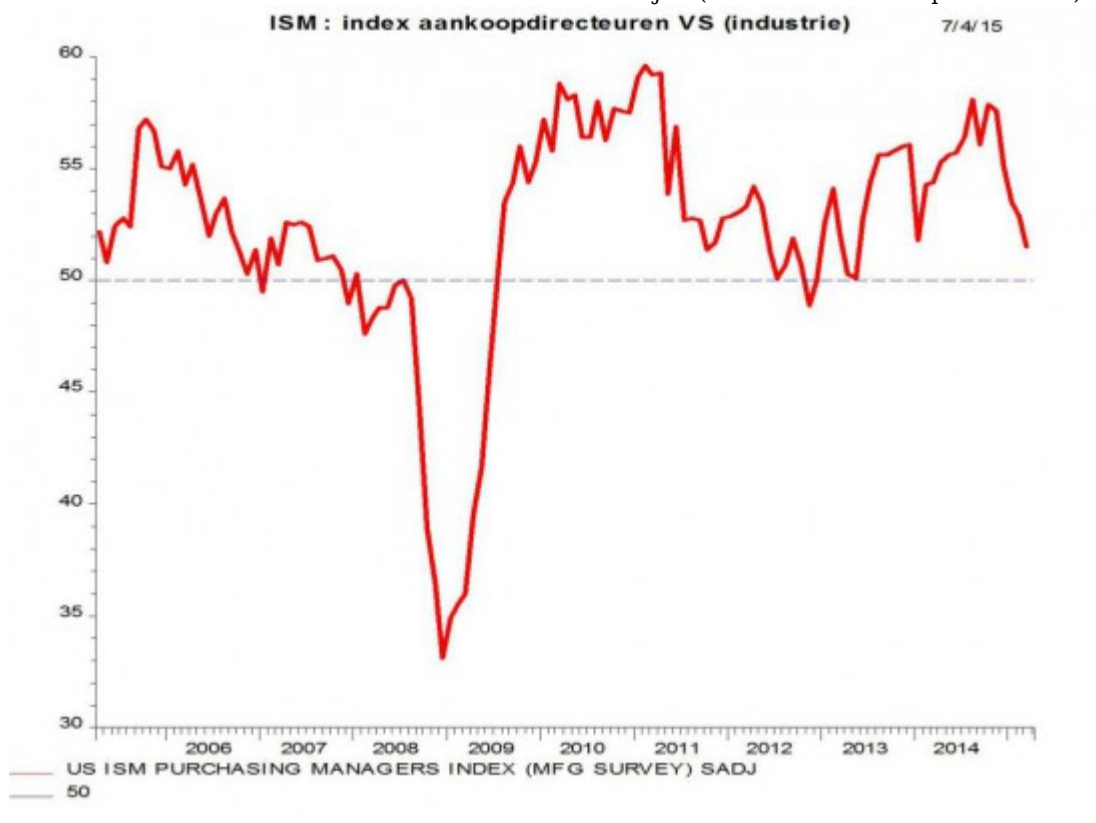


U was ongetwijfeld weinig verrast toen de Amerikaanse conjunctuurbarometer op 1 april diep in het rood dook en het industriële ISM-cijfer zelfs alarmerend kort tegen de 50 %-lijn begon aan te schurken. Toch reageerden de financiële markten uiterst beheerst en tilden ze al bij al niet te zwaar aan de vierde opeenvolgende daling van deze toonaangevende index.

Grafiek 1: evolutie van het Amerikaanse industriële ISM-cijfer (index van de aankoopdirecteuren)

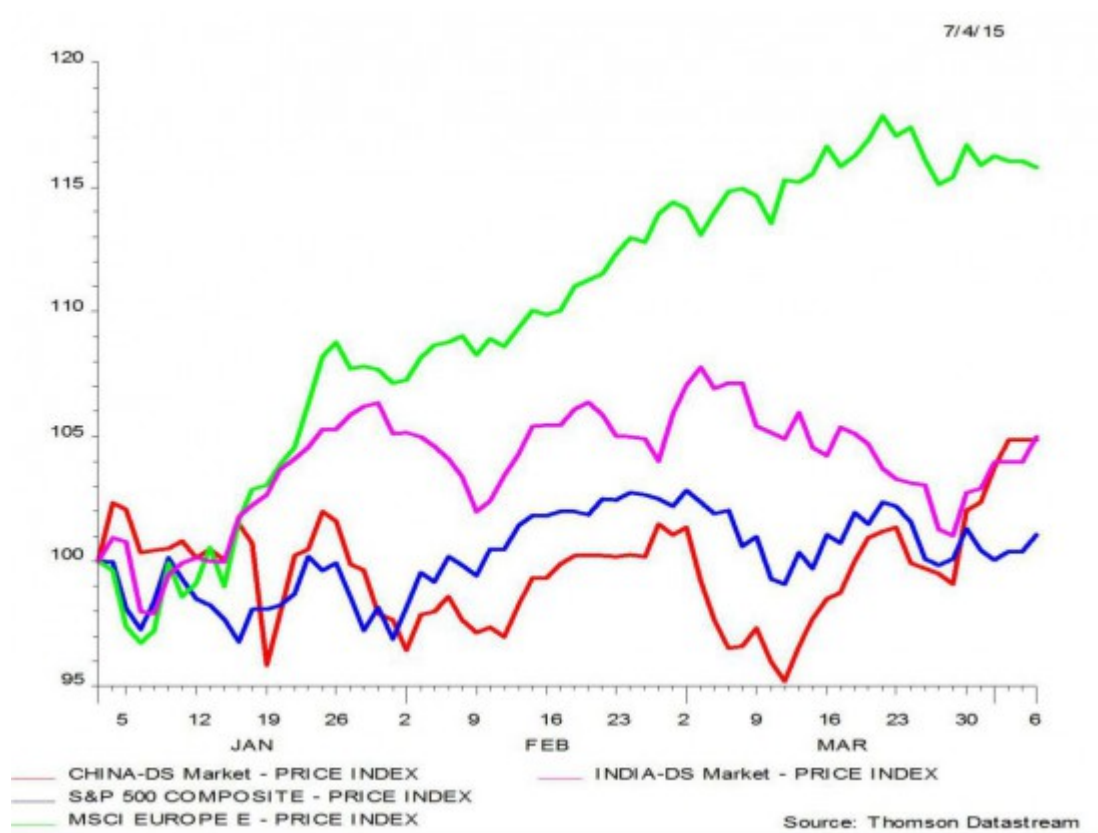


Het negatieve cijfer kwam - zoals eerder gesteld - enerzijds niet geheel onverwacht en leidde anderzijds tot de evidente conclusie dat een dergelijk conjunctuurverloop bezwaarlijk de aanleiding kan vormen voor betekenisvolle renteverhogingen (die algemeen als het eindsignaal voor de recente beurshausse worden aanzien).

Integendeel, dergelijke cijfers vormen eerder een ideaal scenario om de huidige Fed-politiek voort te zetten, zeker wanneer ook de (eerder zwakke) werkgelegenheidscijfers geen directe indicatie inhouden van komende loonspanningen. Het vooruitzicht van een volgehouden lage rente op langetermijnobligaties en vandaar ook zeer goedkope investeringskredieten, blijft de financiële markten ondersteunen.

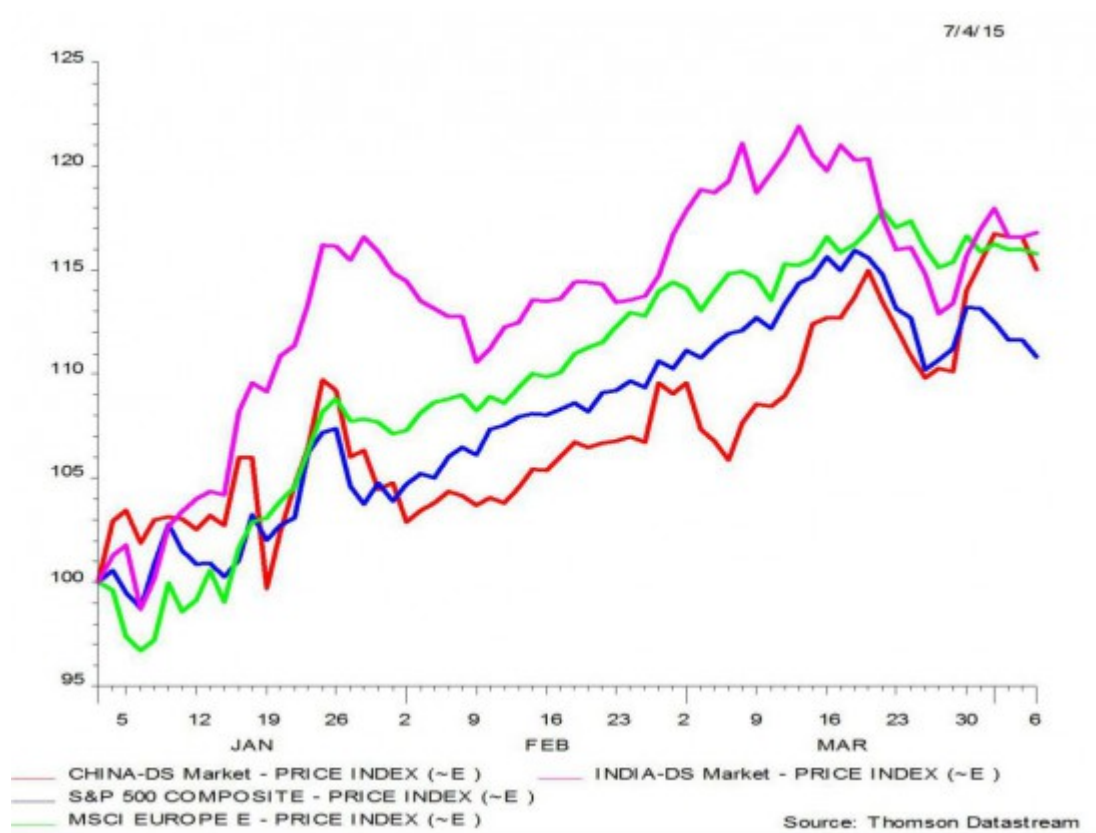
Vanzelfsprekend blijven de obligatiemarkten op een wolkje drijven, bij een constellatie van uitblijvende rentespanningen in de VS, volgehouden aankopen van Europese staatsobligaties door de ECB en (verrassend) doortastende steunmaatregelen en rentedalingen in China.

Grafiek 2: recente evolutie van de Amerikaanse, Europese, Indische en Chinese aandelenmarkten (evoluties in lokale munt)
Groen: Europa; rood: China; magenta: India; blauw: VS



De Europese aandelenmarkten spurtten sinds het begin van 2015 het meest nadrukkelijk vooruit. Deze vaststelling moet enerzijds worden genuanceerd door het feit dat de Europese markt in 2014 duidelijk ook nahinkte op de rest, maar anderzijds (vanuit europerspectief) moet worden bijgestuurd wat betreft de wisselkoersevolutie van de yuan, de dollar en de rupee ten opzichte van de euro.

Grafiek 3: recente evolutie van de Amerikaanse, Europese, Indische en Chinese aandelenmarkten (evoluties in euro)
 Groen: Europa; rood: China; magenta: India; blauw: VS



Mogelijke vraagtekens kunnen echter worden geplaatst bij de ontwikkeling van de Amerikaanse bedrijfsresultaten, zoals we in het verleden al verschillende keren hebben aangetoond. Dat betekent dat een aankoop van de Amerikaanse beursindex op zich misschien niet het beste idee vormt voor de onmiddellijke toekomst, zeker niet in vergelijking met haar Europese of Chinese concurrenten.

Toch moet hieraan de nodige nuancering worden toegevoegd. Een eerste aanleiding hiertoe vormt de vergelijking van de industriële ISM in de VS met de gelijkaardige conjunctuurindicator in de Amerikaanse dienstensector. Daaruit blijkt direct dat de terugval in de dienstensector (ongeveer 70 % van het Amerikaanse BBP) erg beperkt is gebleven en hooguit wat seizoensmatige zwakte vertoont.

De reden voor deze opmerkelijke divergentie is snel gevonden. De olie- en gasector vormen in de VS immers een substantieel onderdeel van de industriële activiteit, wat vanzelfsprekend veel minder het geval is in de dienstensector, waar de scherpe terugval van de olieprijs hooguit een indirecte impact heeft, die dan nog grotendeels wordt gecompenseerd door de positieve impact van deze kostprijzdalingen op het besteedbare vermogen van de Amerikaanse consument.

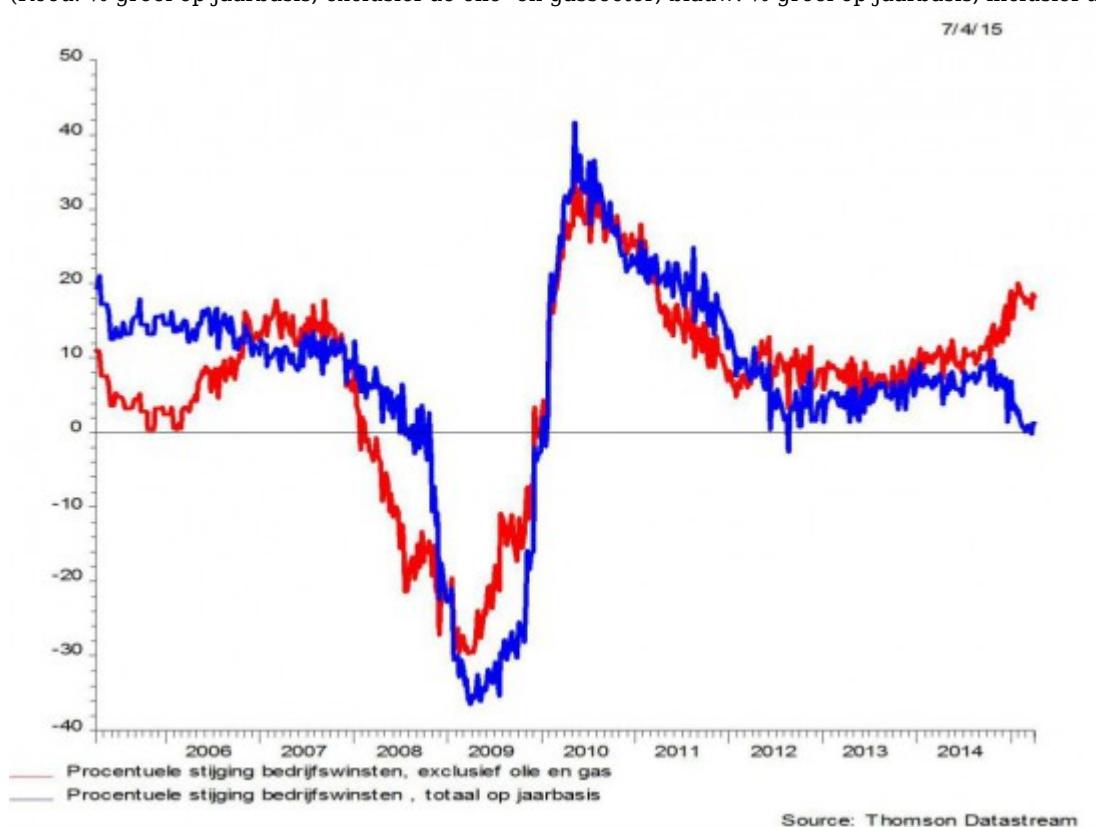
Deze vaststelling wordt pas echt interessant wanneer ze wordt doorgetrokken naar de ontwikkeling van de verwachte bedrijfsresultaten. Want samen met de evolutie van de rentetarieven en risicoaversie vormt deze component de motivatie voor hogere of lagere aandelenbeurzen.

De recente terugval van het (verwachte) groeicijfer van de Amerikaanse bedrijfsresultaten - met een nulgroei in het onmiddellijke verschie! - zou zelfs de grootste beursoptimist aan het twijfelen moeten brengen, behalve indien de nodige duiding kan worden aangebracht aan deze kennelijk verontrustende evolutie.

We moeten immers een onderscheid aanbrengen tussen de verwachte algemene ontwikkeling van de bedrijfsresultaten

(inclusief olie en gas) en de evolutie van de ondernemingswinsten van de bedrijven die niet actief zijn in de olie- en gasindustrie. Wanneer het verwachte groeipad van de laatste groep van bedrijven gedetailleerd in kaart wordt gebracht, dan ontstaat er een ander, veel positiever beeld, dat veel meer aansluiting vindt met de gemiddelde, recente koersevolutie van Amerikaanse ondernemingen in de technologie-, diensten- of consumptiegerelateerde sectoren. Het groeitempo van de bedrijfsresultaten lijkt zelfs nog te versnellen!

Grafiek 4: ontwikkelingspad van de verwachte Amerikaanse bedrijfsresultaten
(Rood: % groei op jaarbasis, exclusief de olie- en gassector; blauw: % groei op jaarbasis, inclusief de olie- en gassector)



Deze vaststelling maakt de keuze voor de aandelenbelegger alleen nog moeilijker. Amerika (exclusief olie & gas) dreigt nog te verdapperen, Europa wordt naar boven gejaagd door de ECB-politiek en de anticipatie op een substantieel economisch herstel, in combinatie met relatieve kalmte aan het eurofront, terwijl de Chinese overheid overtuigende maatregelen neemt om haar industriële groei aan te zwengelen en de overige Aziatische markten ook een strak opwaarts tempo aanhouden, dankzij de economische motor van de Grote Rode Reus en de recente stabiliteit van de Amerikaanse dollar.

Gelukkig is er nog geen beurs in Groenland, anders moesten we daar ook nog naartoe ...

Vanzelfsprekend blijven we momenteel overwogen in aandelen, waarbij we toch nog een voorkeur laten uitgaan naar Europa en China, blijvend aangevuld met obligatieposities in Spanje, Ierland en Italië. De renteversillen van deze landen met Duitsland nemen steeds verder af, in het perspectief van een teruggedrongen Grieks verzet.

Grafiek 5: renteversillen op overheidsobligaties op 10 jaar
(Groen: Portugal; rood: Spanje; blauw: Italië; magenta: Ierland)

