

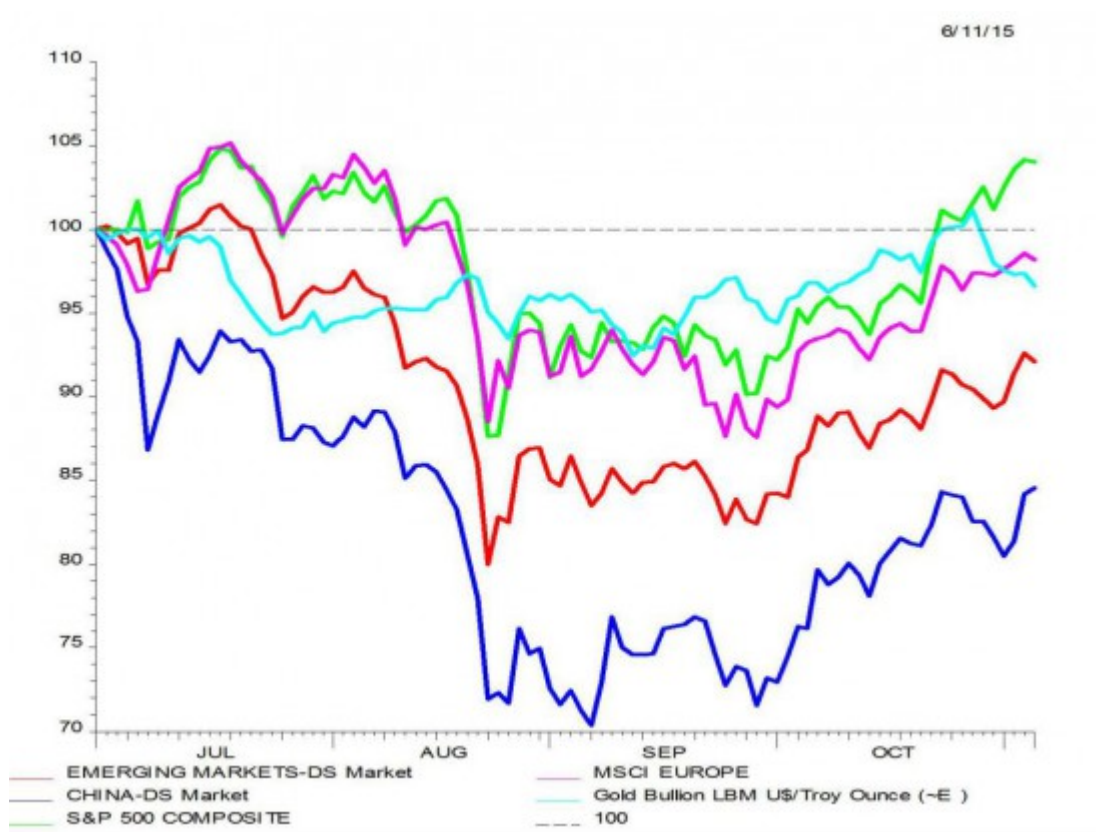
De karakterloze overblijfselen van wat eerst nog de grote beurscrisis van medio 2015 heette te zijn, hebben zichzelf met hun laatste krachten tot aan hun laatste rustplaats gesleept, alwaar zij - onder luid gejuw - werden begraven onder de compleet onjuiste argumenten, oppervlakkige analyses en ondoordachte conclusies die aan de grondslag lagen van al dat nodeloze geweld op de financiële markten.

Geen traan hebben we er om gelaten.

Maar ondanks de vraagtekens die we onmiddellijk plaatsten bij de ontwikkelingen op de markten tussen juni en september, gaan we graag op zoek naar eventuele positieve interpretaties die hieraan kunnen worden gekoppeld. Misschien dat financiële markten - onder druk van populistische commentaren die goedkoop inspelen op de natuurlijke argwaan van slecht geïnformeerde beleggers - zich regelmatig vergissen en vandaar ook opportuniteit bieden voor wie zich de moeite getroost om zijn of haar huiswerk wat grondiger te doen. Zowel in neerwaarts als opwaarts gerichte markten, overigens.

De meeste financiële markten hebben intussen een flink gedeelte van de opgelopen verliezen gerecupereerd en hebben terug de, soms stratosferische, recordniveaus van april 2015 in het vizier.

Grafiek 1: Herstel van de Wereldbeurzen sinds 01-07-2015



De Europese beurzen beuren vooral vertrouwen uit het volgehouden stimulerende beleid van de ECB. De gepubliceerde bedrijfsresultaten bieden weliswaar nog onvoldoende platform maar de kredietgroei in de private sector heeft duidelijk een hoger groeipad gekozen, waardoor - eindelijk - de extreme, monetair expansieve maatregelen uit Frankfurt niet meer worden geneutraliseerd door de beknoptende maatregelen uit Bazel waar de bancaire regelgever op een zeer ondankbaar

moment de kapitaalbasis van banken wenste in te perken, in een poging om zijn mistasten uit het verleden recht te trekken.

Beleggers kunnen echter moed putten uit de blijvende inspanningen van de Europese centrale bank om de rentetarieven op een minimum te houden zodat het economisch herstel zich verder kan doortrekken, wat uiteindelijk ook de verwachte ondernemingsresultaten zal doen opveren. Maar voor dit laatste is er ook een verbetering van de economische vooruitzichten op globaal niveau nodig. De sleutel hiertoe ligt echter niet in handen van de ECB maar wel van de Chinese en Amerikaanse instanties.

De discussie over een nakende verhoging van de beleidsrente in de VS is intussen terug van (heel even) weggeweest. De turbulenties op de globale financiële markten vormden in september een gedroomd excuus voor de Amerikaanse centrale bank om de rentebeslissing voor zich uit te duwen. Daarenboven gaven de conjunctuurindicatoren aan dat ook de Amerikaanse industriële sectoren flirtten met negatieve groeicijfers. Gecombineerd met de zeer bescheiden inflatieverwachtingen was een stijging van de beleidsrente op dat moment absoluut niet verantwoord, temeer omdat ook de dienstensectoren duidelijk een lager groeitempo hadden gekozen en de werkgelegenheidsindicatoren niet wezen op spanningen op de arbeidsmarkt die van aard konden zijn om de loondruk (en dus de inflatie) te versnellen.

Dat de Fed-voorzitter toch blijft verwijzen naar een toenemende kans op een stijging van de beleidsrente in december, moet vooral politiek worden geïnterpreteerd. De kunst zal er hierbij in bestaan om enerzijds de Republikeinen de pas af te snijden bij de eventuele kritiek dat de Fed onvoorzichtig te werk gaat en de inflatie de kans geeft om te ontsporen, hierbij verwijzend naar de relatief sterke werkgelegenheidscijfers (vooral afkomstig uit de diensten- en bouwsector). Anderzijds mag er ook geen risico zijn dat de industriële economie verder wordt afgezwakt door een rentestijging, want net daar bevindt zich een belangrijk deel van de democratische achterban (al dient dit laatste voldoende genuanceerd te worden).

De belangrijkste drijfveer van de Fed lijkt wel te zijn dat ze eindelijk van het “gezaag” over het al dan niet opportuun zijn van een stijging van de rente, af wil zijn. Een eenmalige verhoging met 25 basispunten zou haar geruime tijd uit de wind kunnen zetten. Hieraan zijn echter twee voorwaarden gekoppeld. Enerzijds moeten de internationale financiële markten voldoende robuust zijn om een dergelijke (beperkte) schok te verwerken. Zware turbulenties op de wisselmarkten van de groeilanden kunnen het herstel van de wereldgroei ernstig belemmeren en vandaar ook een negatieve impact hebben op de exportgerichte Amerikaanse industriële bedrijven. Anderzijds moet de Amerikaanse centrale bank voldoende zeker zijn van het feit dat ze haar beleidsrente op het verhoogde niveau zal kunnen handhaven. Indien de Fed relatief snel na het optrekken van haar beleidsrente terug neerwaarts moet corrigeren, dan verliest ze onmiddellijk haar geloofwaardigheid. De onzekerheid die hiermee gepaard zou gaan, zou diepgaande gevolgen kunnen hebben.

In normale omstandigheden zal een beperkte toename van de beleidsrente in december 2015 weinig schade aanrichten en tijdens het najaar van 2016, bij het opengaan van de stembussen in de VS, al lang vergeten zijn. De werkloosheidscijfers die worden gepubliceerd op 6 november en 4 december, zullen uiteindelijk de finaliteit van deze beslissing bepalen. De kaduke statistische kwaliteit van deze cijfers in acht genomen, zal zeker ook een blik worden geworpen op de ISM-conjunctuurindicatoren.

Kansen op een rentestijging in december? “Flip a coin.”

Persoonlijke mening? Zonder verrassend slechte werkgelegenheidscijfers lijkt een stijging van de rente eerder waarschijnlijk. Vooral, zoals hoger gesteld, om van het gezeur af te zijn ...

Dit betekent overigens niet dat de langetermijnrente zou stijgen in de VS. Integendeel, de groeiverwachtingen zullen hierdoor terug wat afnemen en de (licht gestegen) LT-rente stabiliseren. Ook de Europese rente zal hierdoor niet (of zelfs negatief) worden geïmpacteerd.

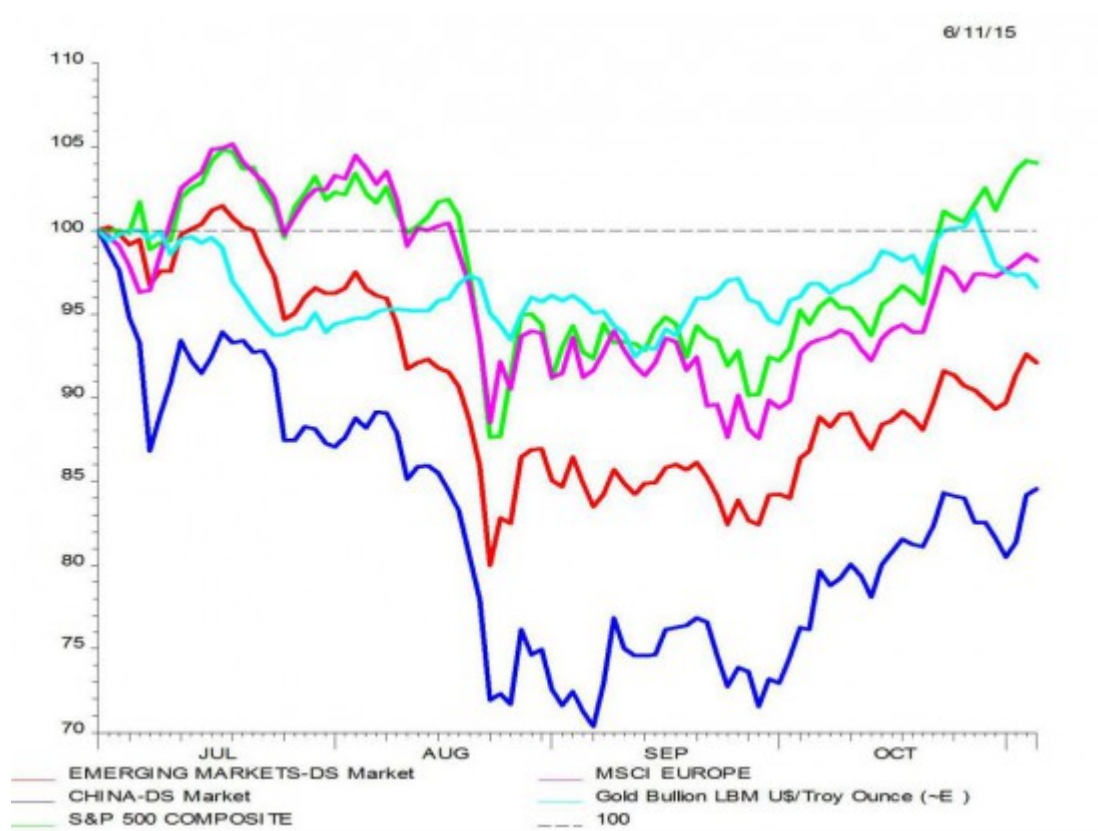
Belangrijke ontwikkelingen intussen in China. De pers focust hierbij op de recente PMI-cijfers. Dit vormt een ruwe indicatie van de ontwikkelingen in de Chinese industriële economie, sterk vertekend door het overdadige gewicht van de monsterlijk grote (semi-)overheidsbedrijven in deze index. Het meest recente cijfer bleef ergens steken rond het vorige

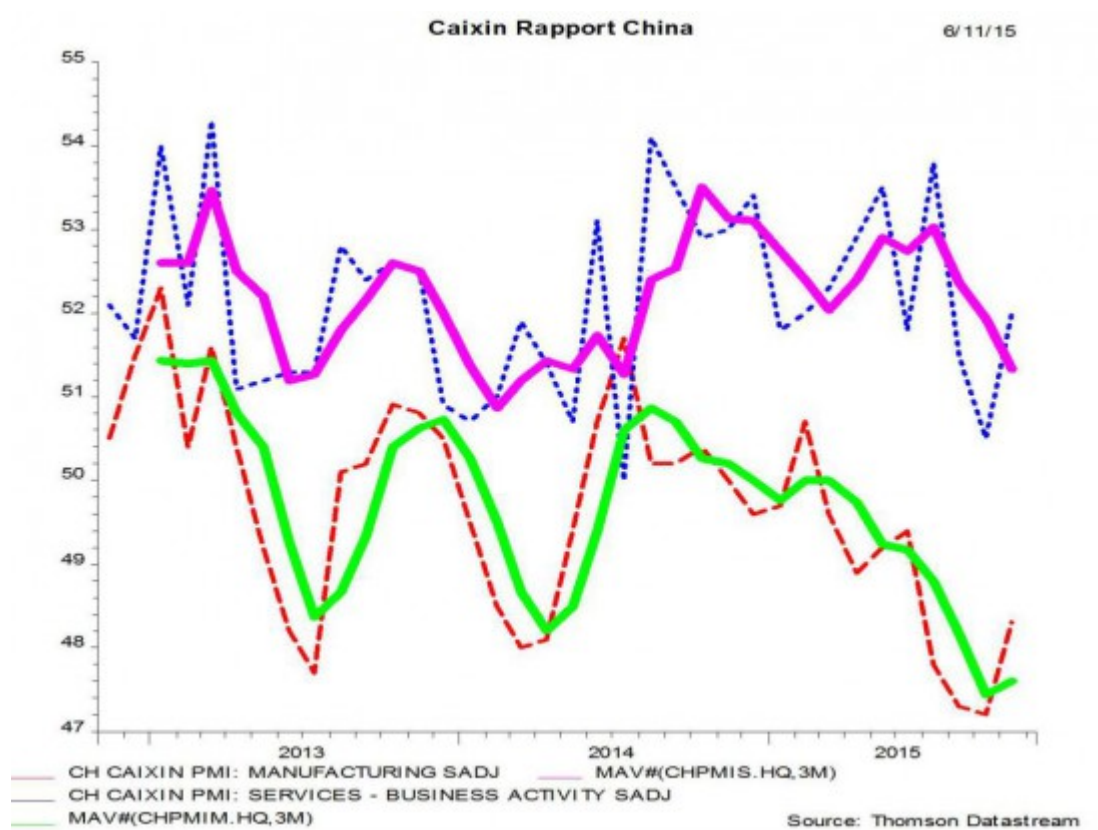
niveau - wat negatieve commentaren over het welslagen van de recente monetaire inspanningen opriep - maar interessanter was de stijging in de deelcomponent nieuwe orders. Dit bevestigt opnieuw onze hypothese dat de terugval in de Chinese economie deels gewenst was door de Overheid maar teveel neerwaartse kracht werd bijgezet door een onverwachte wijziging in de voorraadcyclus in de VS. Vermits deze beweging zichzelf wat heeft gecorrigeerd lijkt de Chinese industrie ook uit de gevarenzone weg te kunnen navigeren. Hierbij stevige wind in de zeilen gezet door de substantiële verlaging van de bancaire reserveverplichtingen, waardoor banken meer krediet kunnen geven aan sterk gereduceerde rentetarieven.

Opvallend voor de selectieve waarneming van de meeste commentatoren is het feit dat men blijkbaar deze keer de opvallende verbeteringen van het Caixin-rapport (dat meer nadruk ligt op de Chinese KMO-sector) niet heeft "opgemerkt".

Grafiek 2: Caixin-rapport China

Dienstensector Blauw en Industrie Rood





Vergeet hierbij niet dat de erratische terugval in deze index in augustus voor heel wat terreur op de wereldbeurzen zorgde. Ook hier wordt overigens met geen gebenedijd woord gerept over de graduele verdere versterking van de wisselkoers van de yuan ten opzichte van de euro en de VS dollar. De beweging is natuurlijk geïnspireerd door de nakende beslissing van het IMF om de Chinese munt het statuut van reservemunt te verlenen. De beperkte daling van de yuan was op 11 augustus nochtans wél wereldnieuws en vooral een staaltje van pure incompetentie van de commentatoren die hun "licht" lieten schijnen op dit voorval, dat zijn oorsprong vond in de vraag van het IMF om een flexibilisering van het wisselkoersbeleid toe te laten en had geen enkel uitstaans met een vermeende poging om de Chinese economie competitiever te maken, zoals vreemd genoeg werd gesuggereerd door slecht geïnspireerde commentatoren.

Grafiek 3: Evolutie van de yuan/US dollar-wisselkoersen

(Hint : hoe lager de grafiek, hoe sterker de yuan tegenover de US dollar)



Genoeg materiaal voor ons om onze asset-allocatie voort licht verhogen in de richting van aandelen, waarbij vooral Europese aandelen een overgewicht meekrijgen. Onze posities in emerging markets blijven vooralsnog beperkt tot China en India, die beide licht worden verhoogd. In de VS benadrukken we verder bedrijven in de diensten- en bouwsectoren. Op het rentefront hebben we absoluut geen haast en behouden we onze manifeste overwegingen in Italiaanse, Spaanse en Ierse overheidsobligaties waarbij we zelfs de looptijden enigszins hebben verhoogd. We bevinden ons hierbij licht boven de 5-jaarzone. Ook emerging bonds hebben een (zeer beperkte en waarschijnlijk eerder tijdelijke) verhoging van hun gewicht meegekregen. Onze dollarweging staat op neutraal niveau. Dit betekent dat we een blootstelling aan de Amerikaanse munt hebben van respectievelijk 20 % en 30 % voor het defensieve en neutrale profiel.