

Wij ontlene deze desperate verzuchting aan de legendarische organisator van de Ronde van Vlaanderen - ere aan wie ere toekomt ...

Nadat ene Fiorenzi Magni in 1951 voor de derde keer op rij (en dit onder bijzonder slechte weersomstandigheden) het zegegebaar mocht maken aan de aankomststreep van *Vlaanderen's Mooiste*, was Karel Van Wijnendaele immers dermate wanhopig dat hij zijn wanhoop vertaalde met de bovengestelde woorden. In zijn editoriaal ging hij vervolgens op zoek naar de fundamentele redenen voor het veralgemeende en systematische falen van de Vlaamse wielrenners die volgens hem: "*verwijfd en verwaterd waren in kermiskoersen*". In 1951 mocht men zoiets nog ongestraft schrijven. ...

Niet alleen zijn taalgebruik en ongebreideld chauvinisme zijn in deze verwerpelijk, maar vooral ook zijn pessimistische voorspelling. Sedert 1952 wisten Belgische renners een 35-tal edities op hun naam te schrijven: meer dan 50 % dus.

Een gelijkaardige graad van ultieme wanhoopsgedachten heeft zich in de afgelopen weken meester gemaakt van (een aantal) beleggers. Terwijl wij (samen met vele andere waarnemers) meewarig toekijken op dergelijk pessimisme dat wij om zich heen lijkt te grijpen. Deze negatieve houding is zeker niet helemaal ongegrond. Zo won Magni in '49, '50 en '51 waarschijnlijk omdat hij simpelweg de beste was ...

We moeten vandaar in alle ernst kijken naar de argumenten die ten grondslag liggen aan zoveel beursleed, dat naast energiebedrijven (hoogst begrijpelijk) vooral ook de bankaandelen meesleurde. En dat laatste wordt nu eenmaal als voorbode gezien van een potentiële ontwrichting van ons economische en financiële bestel. Aandelenbeleggers hebben liever stevige kiespijn dan dat laatste en prefereren aan de zijlijn te wachten tot er meer klaarheid komt in het verhaal.

De vergelijking met eerdere crisisperiodes ligt dan ook voor het rapen. De recente muntverzwakkingen in Azië rakelen de kwalijke herinneringen op aan de Aziatische bankencrisis van 1997. De sterk gedaalde olieprijs doen op hun beurt onwillekeurig terugdenken aan de spaarbankencrisis in de VS, hetgeen de Amerikaanse overheid in de jaren '80 meer dan \$ 300 miljard kostte (en aan een journalist van de New York Times destijds de boutade ontlokte dat deze crisis duurder was dan een taxirit van The Big Apple tot Jupiter en terug, plus fooi). Ook toen bracht de terugval van de petroleumrijzen een aantal energieproducten in bijzonder slechte financiële papieren waardoor de banken, die in het verleden nog ongebreideld kredieten hadden verstrekt in deze sector, in hun val werden meegesleurd. De recente problematische ontwikkeling van de Amerikaanse energiereus Chesapeake Energy Corp wakkerde deze angst nog aan en trok de beurzen maandag en dinsdag nog verder naar beneden.

Voor een goed begrip: het is de onmiskenbare strategische doelstelling van Saudi-Arabië om dergelijke ontwikkelingen uit te lokken. Schaliegas en alle alternatieven voor hun olie (en dat is naast zonnepanelen en windmolens ook Iranese olie) kunnen onmogelijk concurreren met prijzen op dit niveau, dat enkel voor de Saudische oliesjeiks nog enige winstmarge biedt (en dit tot ongeveer \$ 25 per vat).

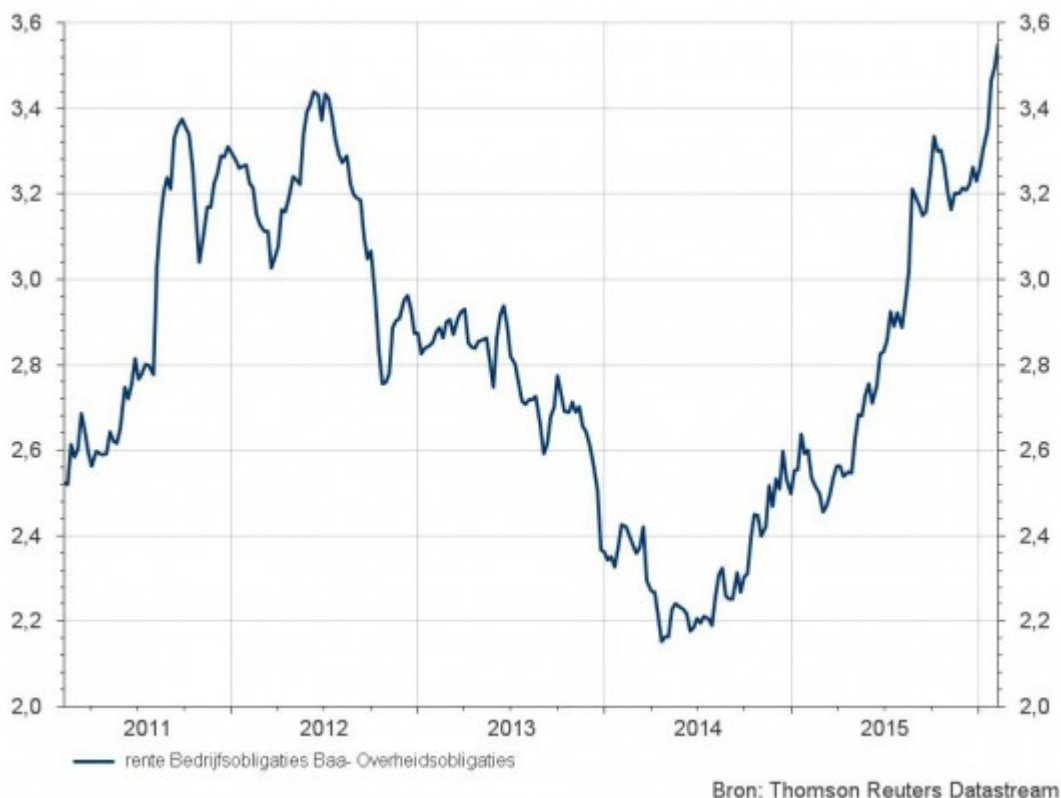
Het debacle van de (Amerikaanse) energiebedrijven dat hieruit zal volgen, gaat ongetwijfeld zijn schaduw werpen op de winsten van de banksector, die overigens al stevig onder druk stonden door de verzwakkende economische groei (waardoor provisies voor slecht presterende kredieten steeds oplopen), terwijl de toekomstige ontwikkeling van de banksector steeds meer vragen oproept. Het is immers niet duidelijk hoe de winstmarges zullen worden geïmpacteerd door de negatieve rentetarieven die eerst beperkt bleven tot het beleidstarief en de geldmarkten, waar de interbancaire tarieven op korte termijn zich al een tijdje onder de nullijn bevonden.

Grafiek 1: Rente op Duitse en Amerikaanse overheidsobligaties op 10 jaar



Maar nu lijkt de vorming van negatieve rentevoeten zich nadrukkelijk uit te breiden tot langetermijnoverheidsobligaties. Naar Japans voorbeeld neigen nu zelfs de Amerikaanse tarieven naar een negatief territorium op hetzelfde moment dat de tarieven voor bedrijfsobligaties naar boven worden gejaagd door de toenemende vrees voor kredietrisico's waardoor vanzelfsprekend de renteversillen tussen bedrijfs- en overheidsobligaties toenemen.

Grafiek 2: Rente bedrijfsobligaties (Baa) - Overheidsobligaties op 10 jaar



Dat er terecht vragen gesteld moeten worden rond *sommige* banken verantwoordt echter de zware terugval niet van *alle* bank aandelen. Vandaar dat op 10 februari een eerste voorlopige herstelbeweging kon worden ingezet. Vergeten we immers niet dat lagere rentetarieven steeds van aard zijn gebleken om financiële waarden (tijdelijk) wat hoger te duwen, al was het maar wegens de koersappreciatie van de overheidsobligaties die zich massaal in hun beleggingsportefeuille bevinden. Maar een dergelijk argument vormt onvoldoende weerbaarheid op langere termijn zodat bank aandelen tot nader order onderworpen blijven in onze beleggingsstrategie.

De sterk gedaalde olieprijs vormen overigens niet het enige probleem dat de wereldbeurzen sinds het begin van dit vermaledijde jaar in een wurggreep houdt. Het is enerzijds nog steeds een open vraag waarom de Amerikaanse consument (nog) geen gebruik weet te maken van zijn gestegen consumptievermogen, nu de lagere olieprijs hem of haar een extra budget van zowat \$ 1000 op jaarbasis in de schoot heeft geworpen. Anderzijds zijn de Amerikaanse presidentiële voorverkiezingen niet van aard om de rust te laten weerkeren op de financiële markten. Wat men er ook van moge denken, de verkiezingsresultaten zijn verrassend en daar houden beurzen in ieder geval niet van. Daarenboven is het economische programma van de twee meest succesrijke kandidaten totaal onduidelijk.

Maar de meest bedreigende factor wordt gevormd door de verontrustende ontwikkeling van sommige onderdelen van de Amerikaanse economie. Deze ontwikkeling stond echter al lang in de sterren geschreven. Het is dan maar de vraag waarom begin 2016 een bepaalde ontwikkeling als problematisch wordt aanzien, die zich begin 2015 al duidelijk aftekende. De intens gevolgde ISM-indicator van de Amerikaanse industrie bevond zich immers al geruime tijd onder de symbolische 50-grens en lijkt zich recent zelfs wat te herstellen.

Grafiek 3: ISM-rapport voor de industrie (blauw) en diensten (rood)



Bron: Thomson Reuters Datastream

De meest recente cijfers lijken hoe dan ook als een onaangename verrassing te zijn binnengekomen. De terugval van de investeringen in de olie- en energiesector zorgden al voor een (voorspelbare) terugval (met ongeveer 2 punten) terwijl de opgelopen dollarkoers het voor exporterende Amerikaanse industriële bedrijven steeds moeilijker maakte om hun marktaandeel en winstmarges op peil te houden in een daarenboven globaal verzwakkende economische omgeving.

De voornaamste vraag blijft echter naar de houding van de Amerikaanse centrale bank die bij monde van haar voorzitter momenteel rekenschap van haar beleid aflegt in de betrokken kamercommissie (zoals de *Humphrey-Hawkins act* van 1978 wettelijk oplegt).

Yellen moet hierbij over eieren lopen. Iedere onvoorzichtigheid kan aanleiding geven tot een overtrokken situatie waardoor de neerwaartse spiraal opnieuw aan kracht zal winnen. De Fed-voorzitter zal de kunst moeten verstaan om tegelijk getuigenis te geven van haar geloof in de kracht van de economie en van haar bezorgdheid over de recente, teleurstellende groeicijfers.

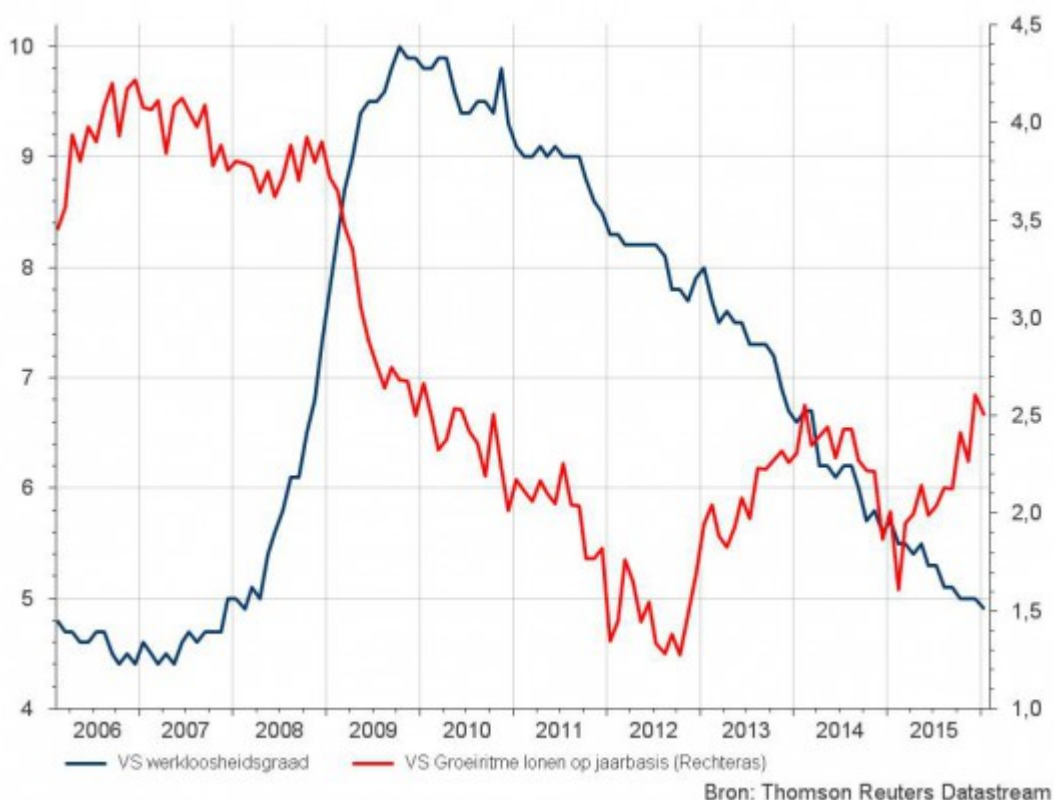
Vandaar dat ze enerzijds moet laten uitschijnen dat de Fed aan een gradueel opwaarts pad van haar beleidsrente blijft timmeren maar anderzijds voldoende realiteitszin dient uit te stralen over de kwakkelende wereldeconomie, zodat ook op dit vlak tijdig kan worden bijgestuurd.

Wellicht vormt deze moeilijke spagaat de voornaamste reden voor het volatiele gedrag van de aandelenbeurzen tijdens de laatste weken. De recente werkloosheidscijfers zijn te sterk om een laks monetair beleid toe te laten, terwijl de banencreatie en loonspanningen afnemen en de industriële sfeer kreunt onder het gewicht van de US \$ in de context van een anemische globale economie.

Het eerste argument pleit voor een nieuwe rentestijging, het laatste wijst op de noodzaak van een rentedaling.

Onze analyse wijst vooral op de afgenomen loonspanningen in de industrie én in de dienstensector, zodat er enerzijds geen enkele urgentie uitgaat naar een verhoging van de beleidsrente in maart, maar er anderzijds ook weinig ruimte bestaat voor nieuwe monetaire stimulansen. Sommige analisten wijzen immers nadrukkelijk op de noodzaak van een daling van de beleidsrente. Een dergelijke stap zou echter te gevaarlijk zijn en de loonspiraal onnodig aanzwengelen.

Grafiek 4: Loonstijgingen in de totale economie en de werkloosheidsgraad



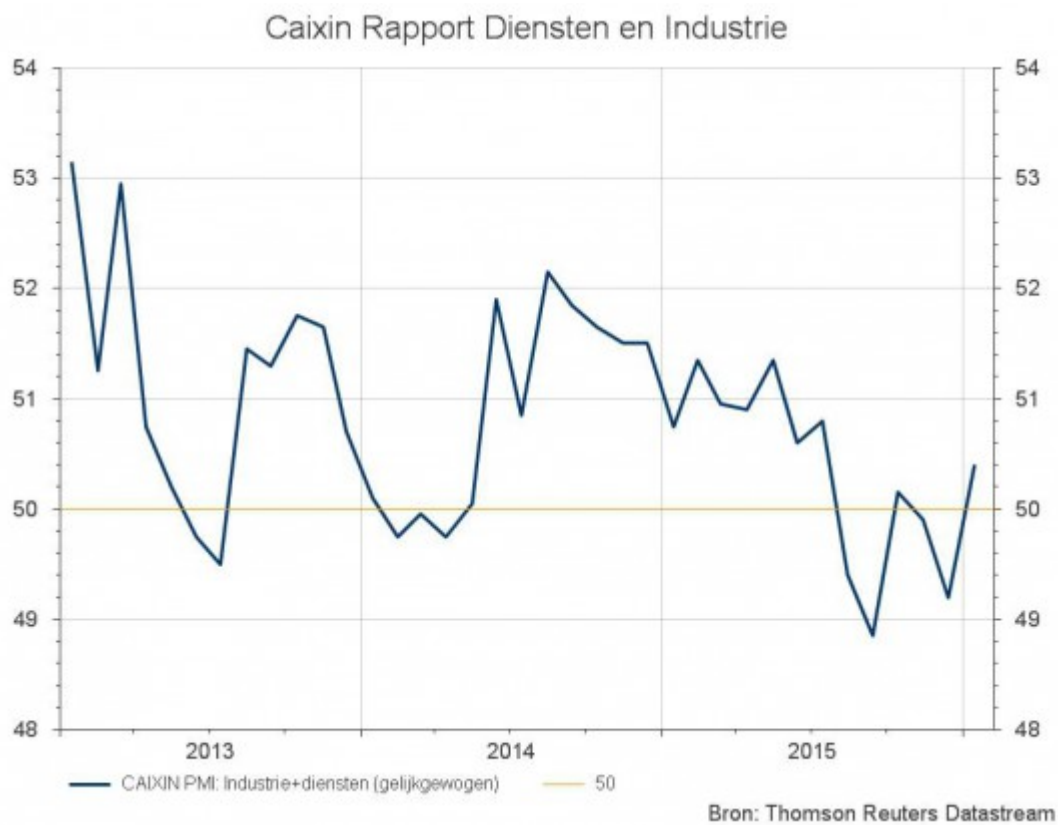
Eens de markten hiervan overtuigd geraken, kan men aan een geleidelijk en duurzaam herstel van de wereldbeurzen beginnen te denken. Momenteel wordt er respectievelijk slechts 2 % en 5 % kans gegeven op een verhoging van de Amerikaanse beleidsrente in maart en april.

Een basisvoorwaarde voor de verdere ondersteuning van de ingezette opwaartse beweging blijft vanzelfsprekend de evolutie van de Chinese economie. We wachten met geduld de terugkeer van de Chinese beleidsnemers af, na hun traditionele nieuwjaarsverlof.

Naar onze mening heeft China voorlopig het nodige gedaan om zijn economie te stabiliseren op een groeipad van 6 tot 7 % toename van het reële BBP op jaarbasis. Een houdbare groeivoet die in lijn ligt met de demografische ontwikkelingen en de gewenste transformatie van de industriële organisatie. Maar de financiële markten zijn hiervan nog niet overtuigd en blijven zich vooralsnog baseren op de groeivertraging van de industriële component.

Het meest recente Caixin-rapport wees intussen op een verdere vertraging van het groeitempo in de Chinese industrie (maar tegen een minder alarmerend tempo) maar tevens op een versnelling in de dienstensector. Samengeteld leidt dit tot de voorspelling van een nakende (beperkte) versnelling van de totale economie. Op zich vormt dat welgekomen goed nieuws, dat nog niet is opgemerkt door de analisten, maar ook de aanleiding kan vormen tot een (te) afwachtende houding van de Chinese overheid.

Grafiek 5: Caixin-rapport China: gecombineerd cijfer Diensten en Industrie



Mits ze enige stabilisatie van haar financiële markten kan bewerkstelligen, zullen de genomen maatregelen uit het recente verleden (doorgedreven rentedalingen, verzwakking van de yuan-wisselkoers en een substantiële verlaging van de bancaire reservecoëfficiënten) zich stilaan maar zeker vertalen in een aanvaardbaar groeipad en hiermee het pad effenen voor een globaal herstel.

Maar het belangrijkste waren we bijna vergeten. Op 3 april is er statistisch een kans van meer dan 50 % op een Belgische overwinning.