

Het was de afgelopen weken allesbehalve een pretje om op de financiële markten rond te waren. In historisch perspectief stelt het allemaal niet zo heel veel voor, maar toch voelen zulke neerwaartse schokken telkens weer zeer onaangenaam aan en er blijft steeds wat twijfel hangen over de compenserende herstelbeweging die onvermijdelijk ooit zal volgen.

Schrijvers van doemscenario's genieten nu ten volle van de aandacht die ze in de schoot geworpen krijgen en baseren hun verhaal momenteel op een implosie van de Chinese economie, de toegenomen kansen op een recessie in de Verenigde Staten en de volledige instorting van de olieprijsen.

Aan een opstanding van het economisch en politiek amechtige Europa wordt al lang geen geloof meer gehecht. In de onheilvoorspellingen lijkt het oude continent hopeloos verdwaald, ergens tussen een potentiële GREXIT of BREXIT, de chaotische aanpak van het vluchtelingenprobleem en economische lethargie.

Er kan vanzelfsprekend meer dan genoeg anekdotisch materiaal worden verzameld om hieruit de ergste onheilsprefetie (tijdelijk) te extrapoleren. Deze voorspellingen hoeven op zich niet eens waar te zijn om de beurzen hypernervus te maken. Een beperkte toename van de kans op een Chinese *hardlanding* of negatieve Amerikaanse groeicijfers volstaat al om scherpe neerwaartse reacties uit te lokken, die telkens relatief snel worden gecorrigeerd maar nog niet ten volle, omdat hardnekkige twijfels blijven knagen en het vertrouwen van de investeerders blijven ondermijnen.

Vanzelfsprekend zijn er redenen voor ongerustheid, zoals altijd, maar de klassieke bezorgdheid die iedere evenwichtige investeerder wakker houdt, wordt momenteel in bijzondere mate aangewakkerd door een bijzonder sombere interpretatie van het statistische materiaal over de evolutie van de industriële component van de wereldeconomie.

Dit vormt echter een typisch reactiepatroon voor financiële markten die zich in een pril lentescenario bevinden. De onzekerheid zal uiteindelijk wegebben en ooit opnieuw plaats moeten maken voor het enthousiaste geweld dat de wereldbeurzen met een indrukwekkend multiplicatoreffect heeft laten opveren over de laatste eeuw en de voorbije 25 jaar de koersniveaus (inclusief dividenden) verzevenvoudigde.

Mits de nodige schommelingen en negatieve tussenperiodes, die telkens de gemiddelde belegger uittestten op zijn zwakste kant: geduld ...

Maar deze positieve houding sluit niet uit dat op er korte termijn inderdaad redenen voor ongerustheid zijn die pas door de effectieve evolutie van de economische indicatoren en verdere ingrepen van de centrale banken (waar mogelijk) geneutraliseerd kunnen worden.

We zetten een aantal van die negatieve argumenten op een rijtje.

De economie van de VS lijdt momenteel onder de afnemende investeringen in de olie- en gassector en de toenemende kans op falen in de energiesector, waardoor ook de financiële sector onder druk is komen te staan. Deze geduchte factor is van fundamenteel belang, maar zal enerzijds alleen tot het voorspelde Cassandra aanleiding geven als de olieprijs gedurende een lange periode onder de 50 USD blijft. Anderzijds zal de gedaalde olieprijs het beschikbare inkomen van de gemiddelde Amerikaan gevoelig verhogen. Tegen de gewoonte in houdt de Amerikaanse consument echter (tijdelijk) de vinger nog op de knip, zodat we momenteel geconfronteerd worden met de negatieve gevolgen van de gedaalde petroleumrijzen maar nog niet met de impuls naar hogere bestedingen van de Amerikaanse consument (toch goed voor zo'n slordige 2/3 van het Amerikaanse BBP).

Wij houden onze ogen dus vooral gericht op consumptiegerelateerde waarden (opvallend aanwezig in al onze portefeuilles). We blijven zeer afkerig van alles wat - rechtstreeks of onrechtstreeks - met energie te maken heeft. We vermijden daarbij dus niet alleen aandelen, maar zeker ook bedrijfsobligaties uit de olie- en gassector en ook banken met een blootstelling aan dit type van kredietrisico.

De voornaamste problematiek blijft zich echter richten op de toekomstige rentebewegingen van de Amerikaanse central bank: de afspraak waarmee Yellen ons het nieuwe jaar instuurde was dat er slechts een tweetal (beperkte) opwaartse bewegingen zouden volgen in 2016. De loonstijgingen die bleken uit de werkgelegenheidsstatistieken die op 7 januari

verschenen, wezen echter verrassend op een versnelde toename van de uurlonen, zodat het uitkijken blijft naar de nieuwe cijfers op 5 februari om daarvan een bevestiging of ontkenning te zien.

De drijvende motor achter het spectaculaire herstel van de Amerikaanse arbeidsmarkt werd echter hoofdzakelijk aangedreven door de jobcreatie in de dienstensector, de vrijetijdsindustrie en de gezondheidszorg. Sinds 2010 samen goed voor meer dan 60 % van de nieuwe banen. Vanzelfsprekend volgt hieruit enige loonspanning waarop de Amerikaanse centrale bank anticipeerde door de beleidsrente te verhogen. Dat gebeurde vroeger in de cyclus dan in eerdere fases, maar de Fed wenst absoluut een scenario zoals in 2004-2005 te vermijden.

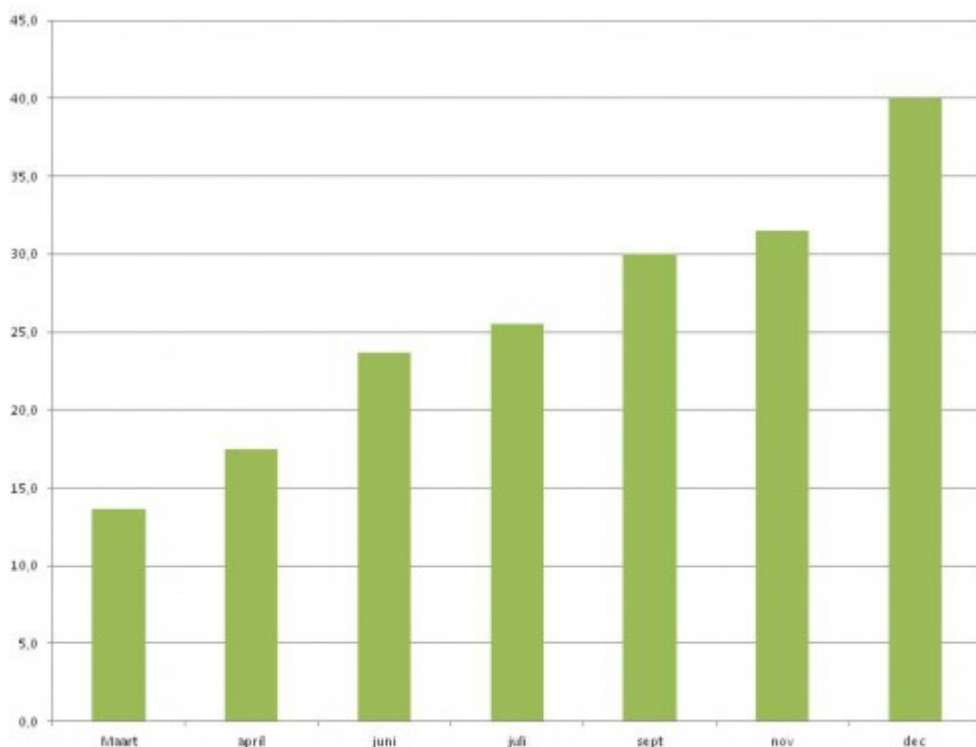
Het recente ISM-cijfer voor de industrie verbeterde enigszins, maar bevindt zich met 48,2 nog altijd onder de symbolische grens van 50, wat alleszins blijft wijzen op zwaar weer in de productieomgeving.

De voornaamste boosdoeners blijven de relatief hoge USD-koers, de terugval van de investeringen in de olie- en gasector en de internationale context van doorgedreven groeivertraging van de globale economie. Maar ook het ISM-cijfer van de dienstensectoren kende woensdag een uitschuiver met een terugval tot 53,5.

De onmiddellijke reactie van de beurzen hierop was weliswaar negatief, maar al snel realiseerden analisten zich dat een dergelijke ontwikkeling ook inhoudt dat de kans op een gevreesde stijging van de beleidsrente in maart hierdoor ernstig is afgenomen.

Uit de *hellingsgraad* van de rentevoeten kan nu een kans op een verdere verhoging van de beleidsrente in maart worden afgeleid van 14 %. Die kans loopt natuurlijk op naarmate we ons verder in het jaar begeven.

Tabel 1: kans op een toename van de beleidsrente bij de komende FOMC-vergadering



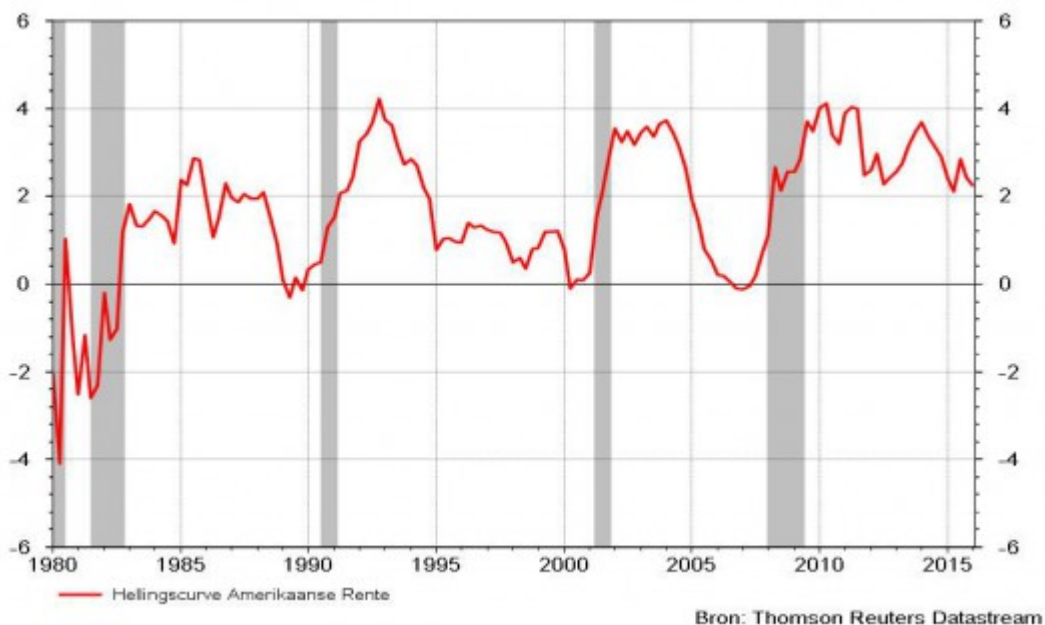
Toch blijft er nog enige ongerustheid op dit vlak: van het werkgelegenheidscijfer dat op 5 februari wordt gepubliceerd, wordt immers een speciale evenwichtsoefening verwacht. Enerzijds moet er voldoende werkgelegenheid worden gecreëerd om een economisch scenario te ondersteunen waarmee met grote zekerheid een recessie kan worden vermeden. Anderzijds mag uit de cijfers ook geen toenemende loonspanning blijken, want dat zou opnieuw voer zijn voor de *haviken* binnen de groep van Fed-gouverneurs die blijven aandringen op doortastende verhogingen van de beleidsrente.

Hiermee is het 'r'-woord gevallen ...

Tot voor kort werd de realisatie van een *recessie* in de VS nog als hoogst onwaarschijnlijk beschouwd. De terugval van de olie- en gasector, de anemische groei in de industriële sfeer en de terugval van de legendarische groeicijfers in de dienstensector doen bij menig analisten de wenkbrauwen fronsen. Omdat de Fed in de huidige omstandigheden moeilijk kan ingrijpen met stimulerende maatregelen, is de kans op negatieve groeicijfers voor het Amerikaanse BBP enigszins gestegen.

Het blijft traditioneel koffiedik kijken, maar één specifieke indicator stelt ons vooralsnog gerust. Sinds mensenheugenis is er in de VS immers geen recessie voorgekomen zonder dat 3 kwartalen voorafgaand de helling van de rentecurve (10 jaarsrente minus 1 jaar) negatief was geworden. Dat is nu manifest niet het geval. Een afname van deze helling volstaat hierbij niet als negatief signaal. De helling moet effectief negatief zijn geweest (om juist te zijn: -12 basispunten).

Grafiek 1: helling Amerikaanse rentecurve (10 jaar - 1 jaar). De gearceerde zone wijst op een recessieperiode.



Spannend ... En daar houden markten niet van.

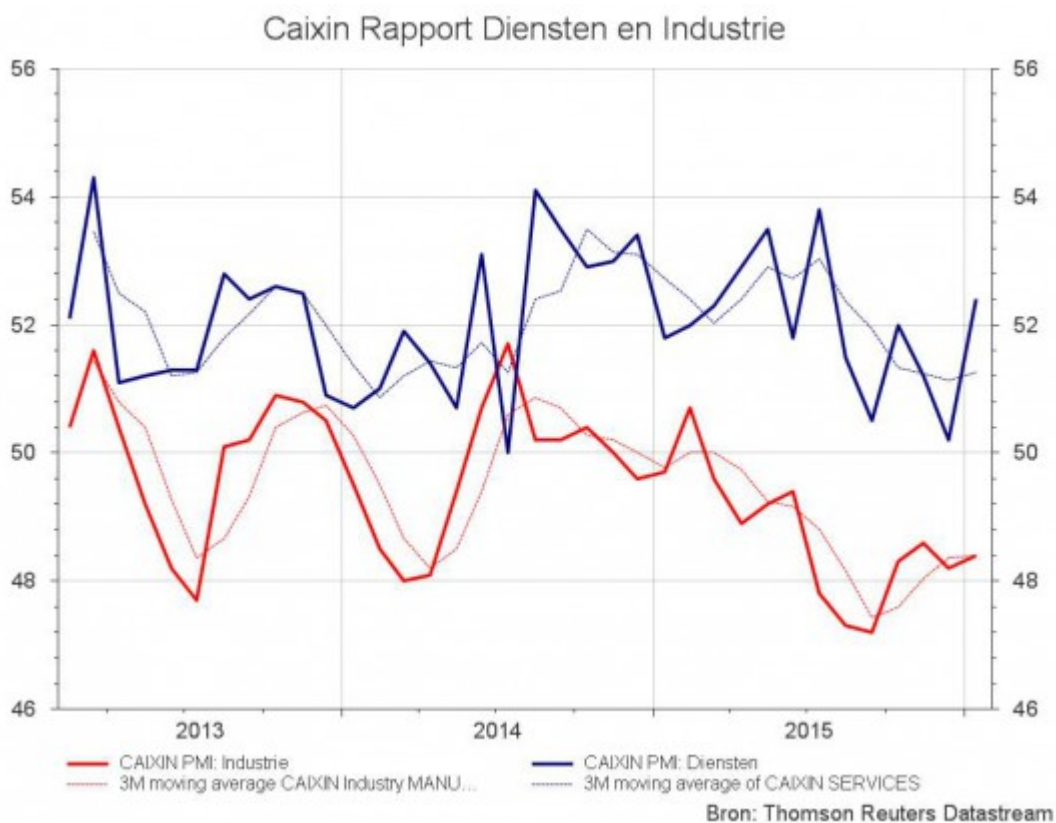
Intussen werden ook de gevreesde Chinese conjunctuurindicatoren gepubliceerd. Vooral de evolutie van de cijfers uit het Caixin-rapport krijgen hierbij de nodige aandacht. Deze statistieken vormen immers de beste weergave van het wel en wee van de exportgevoelige KMO.

Uit dit rapport blijkt eigenaardig genoeg een licht herstel van de industriële component (van 48,2 naar 48,4). Maar de financiële markten storen zich aan het feit dat hieruit nog geen enkele indicatie van een eventuele groeiversnelling kan worden afgeleid. Om de impact te kennen van de opeenvolgende reeks van rentedalingen en de afgenomen bancaire reserveverplichtingen is het nog te vroeg, maar moet er de komende maanden toch een indicatie van verbeterende

vooruitzichten gemeten worden om in het perspectief van herstel te mogen blijven.

Het Caixin-rapport over de dienstensector (toch goed voor 50 % van het BBP) kende echter een opvallende opwaartse beweging. Een dergelijke constellatie ligt volledig in lijn met het gewenste profiel van de economische ontwikkeling, zoals uitgestippeld door de Chinese overheid.

Grafiek 2: Caixin-rapport Chinese economie



Met betrekking tot onze assetallocatie blijven we neutrale gewichten aanhouden in de aandelenklasse met onderwegingen in de Amerikaanse industrie, de energiesector en groei landen. Lichte overwegingen in Europese waarden en Amerikaanse diensten- en consumptiegerelateerde aandelen en consumptieve waarden in China neutraliseren deze posities.

Obligaties blijven overwogen met accenten op Europese staatsobligaties in de perifere zone met looptijden in de 5- tot 7-jaarszone.