

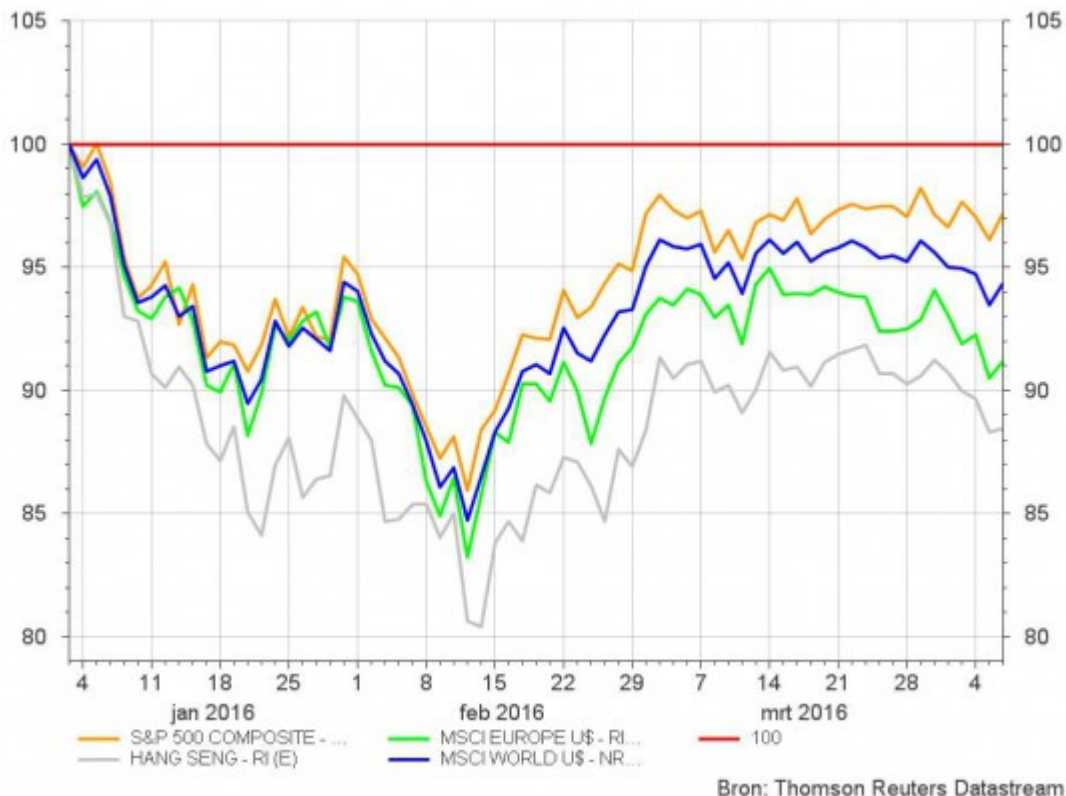
De meeste aandelenmarkten permitteren het zich om nog wat voort te breien aan hun kwakkelende verhaal. Wellicht moet er nog wat verder worden uitgepuft na het vermoeiende en tumultueuze traject dat werd afgelegd sinds het begin van dit intussen - op zowat alle vlakken - vermaledijde jaar. Enkel een klinkende eindoverwinning op het komende Europese voetbalfeest zal de vloek van 2016 definitief kunnen doorbreken. Intussen moeten we verder met wat hebben.

De onzekerheid over het toekomstige groeipad van de wereldeconomie (en de Chinese in het bijzonder), de verwachte bedrijfsresultaten en de geopolitieke ontwikkelingen wegen zwaar door op het gemoed van de gemiddelde belegger, temeer omdat ook de klok over het nakende Britse referendum steeds nadrukkelijker begint te tikken en de Griekse financiële wantoestand weeral een plaats onder de schijnwerper lijkt te hebben gevonden. Het Brexit-verhaal vereist een aparte behandeling van onzentwege die u binnenkort mag verwachten maar het Grexit-verhaal dringt zich - tot eenieders ergernis en verveling - opnieuw op waarbij de verschillende actoren zich nu al blijken uit te sloven om een (zoveelste) compromis vanaf het begin te hypothekeren met amateuristisch machiavellistisch gedrag.

Verdenk ons echter niet te snel van weeklagen. Integendeel, we wensen u graag te wijzen op een aantal hoopgevende ontwikkelingen die momenteel onder de donkere deken van het veralgemeende doemdenken verscholen zijn gebleven maar kunnen wijzen op een belangrijke trendbreuk op economisch vlak. Het duurt nog wel even vooraleer de goegemeente van internationale investeerders deze argumenten naar waarde zal weten te schatten en - vooral - vooraleer deze ontwikkelingen zich zullen vertalen in een hoger groeipad voor de verwachte bedrijfsresultaten. Maar u bent intussen gewaarschuwd voor het komende lentesonnetje.

Voor de omzetting van verbeterende conjunctuurindicatoren in versnellende ondernemingswinsten is van het grootste belang voor een fundamenteel herstel van de wereldbeurzen. Van de rentevoeten mag je immers niet meer te veel verwachten. Meer nog: verdere dalingen zouden wellicht zelfs een negatieve invloed gaan uitoefenen op het koersniveau. Ook van de andere bepalende indicator, de verwachte risicopremie, mogen er geen onrealistische verwachtingen meer uitgaan. Ondanks de turbulente omgeving zijn deze premies immers verder gedaald, hetgeen deels de val op de wereldbeurzen heeft gestremd en recent zelfs een bescheiden opwaarts momentum heeft meegegeven aan de aandelenkoersen.

Grafiek 1: Evolutie van de voornaamste wereldbeurzen sinds 01-01-2016 (returnindex in €)



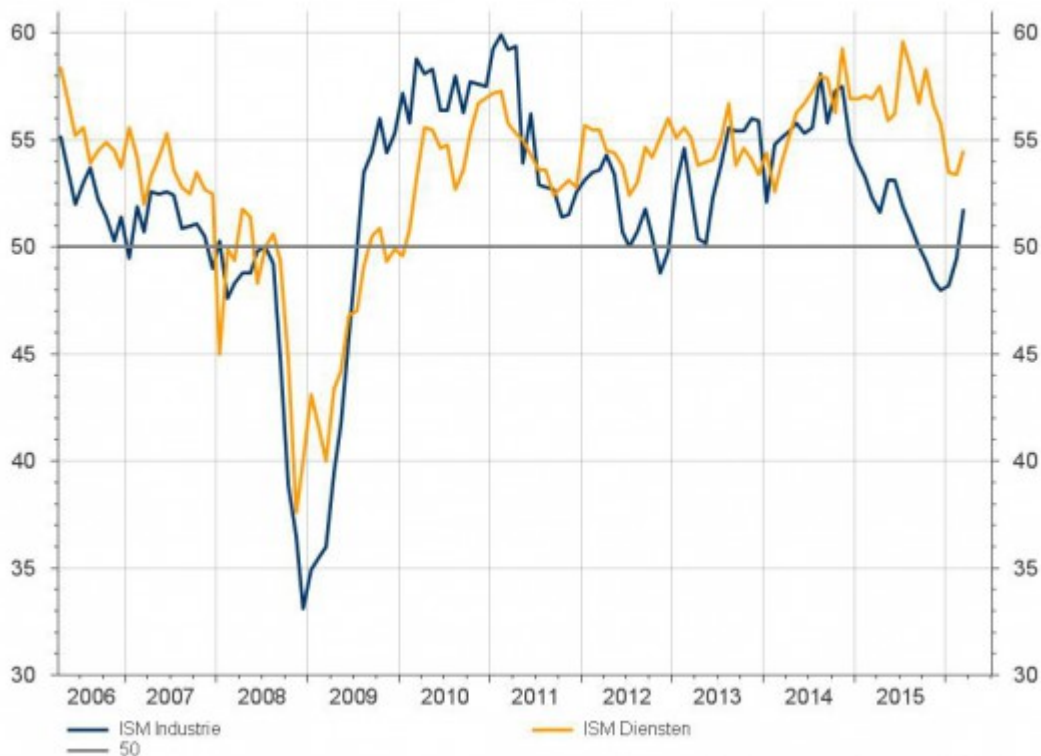
De verwachte evolutie van deze wereldwijde bedrijfsresultaten staat vooral in functie van het voorziene groeipad van de globale economie. Het is intussen al zo lang geleden dat hieromtrent nog enig opbeurend nieuws te rapen viel, dat de doordeweekse belegger het blijkbaar verleerd is geraakt om een aantal positieve ontwikkelingen te ontwaren en mogelijkwijze hierdoor een trendbreuk niet heeft opgemerkt.

Het is wellicht ook al zo lang geleden dat u nog eens een (echte) zwaluw hebt gezien dat u intussen vergeten bent dat een zwerm van deze blauwgevederde telgen uit het dierenrijk, de lente wist in te luiden. Alleen mag je Koning Winter niet te snel afschrijven en op basis van de komst van één zwaluw niet te snel beginnen te juichen. Intussen zijn er echter al drie exemplaren geland in beleggersland (en is er zelfs sprake van een vierde), zodat we toch een fris lentegevoel beginnen te krijgen.

Een eerste opbeurende conjunctuurindicator kwam vorige week vanuit de VS aangewaaid.

De ISM-indicator voor de Amerikaanse industrie zette immers een krachtige versnelling door in de opwaartse richting die al uit het vorige cijfer kon worden afgeleid. Deze ontwikkeling lag overigens volledig in lijn met onze prognose dienaangaande, zodat we ook niet verrast waren over het ingeslagen opwaartse pad en reeds in de afgelopen weken begonnen waren om onze positie in Amerikaanse industriële waarden op te voeren.

Grafiek 2: Evolutie van de Amerikaanse ISM-indicatoren voor diensten en industrie



Bron: Thomson Reuters Datastream

Een dergelijke ontwikkeling heeft echter ook zijn donkere zijde. Indien ook de (relatief sterke) Amerikaanse dienstensector zou versnellen, dan dreigde er immers inflatiegevaar, zodat verdere stijgingen van de beleidsrente de hoop op groeiherstel in de industrie in de kiem zouden smoren. Maar ook de recent gepubliceerde conjunctuurprognose voor de dienstensector in de VS stelt een quasi-ideaal groeipad voorop. Voldoende krachtig om de economische groei fundamenteel te ondersteunen maar tevens duurzaam vermits hieruit (nog) geen inflatoire impulsen kunnen worden afgeleid.

Een tweede golf van tot nu toe onopgemerkt maar fundamenteel belangrijk nieuws viel af te leiden uit de recente Chinese conjunctuercijfers. De officiële cijfers duiden reeds op een kennelijke verbetering van de onderliggende economische trend maar omwille van het sterk vertekende karakter van deze statistieken wordt van deze cijfers telkens een bevestiging gevraagd via de Caixin-rapporten. Bij het opstellen van deze laatste prognose wordt immers nadrukkelijk gecorrigeerd voor de oververtegenwoordiging van centraal gestuurde overheidsbedrijven in de officiële cijfers, zodat de werkelijke evolutie beter kan worden afgeleid uit de gepubliceerde cijfers. Maar ook deze Caixin-cijfers wijzen in de richting van een geleidelijk herstel. De industriële cijfers kampen duidelijk nog met groeikrampen maar dit wordt gecompenseerd met een doorgezet herstel in de dienstensector.

Grafiek 3: Caixin conjunctuurrapport over de dienstensectoren en industrie in China

(Rood: Industrie - Blauw: Diensten)



Bron: Thomson Reuters Datastream

De vraag of de Chinese overheid intussen het moeilijke evenwicht heeft gevonden tussen het afkoelen van haar industrie (zonder overmatige negatieve gevolgen) en het aanzwengelen van de (binnenlandse) dienstensectoren (zonder hiermee tegelijk ook inflatiestijgingen of vastgoedzeepbellen te veroorzaken) kan nu onmogelijk worden beantwoord. Maar de recente cijfers leveren toch enig comfort.

Een derde reeks van opbeurend statistisch materiaal kon worden afgeleid uit de Amerikaanse werkgelegenheidscijfers. Vooral de ontwikkeling van de lonen in het algemeen (en de dienstensector in het bijzonder) is van fundamenteel belang voor de onmiddellijke toekomst van de Amerikaanse aandelen- en obligatiemarkten.

Vergeet hierbij niet dat naast het frenetieke gedrag op de lokale Chinese beurzen, het vooral de verrassende stijgingen van de Amerikaanse loonmassa zijn geweest die de beurzen de diepte injoegen. Onze kreet dat dit slechts een statistische anomalie betrof, ging echter verloren. De vrees op een herhaling van het debacle van 2004-2005, waarbij de beleidsrente 17 maal verhoogd diende te worden om de loonstijgingen (en vandaar ook de inflatie) af te remmen, overstemde immers iedere rationele commentaar.

Uit de recente cijfers blijkt echter overduidelijk dat er tot nu toe geen directe sporen van een versnellende loonspiraal bestaan. Waakzaamheid blijft natuurlijk aangewezen, maar de kans op een verhoging van de Amerikaanse beleidsrente wordt in de komende maanden bijzonder klein geacht. (De huidige metingen, afgeleid uit de futuresprijzen, geven slechts een kans van 3,5 % aan een renteverhoging in april. Pas in september 2016 wordt de probabieliteit boven de 40 % geschat.)

De financiële markten hebben deze positieve ontwikkelingen tot nu toe niet naar waarde weten te schatten. De schaduw van de voorbije volatiele maanden weegt wellicht nog te nadrukkelijk op het beleggerssentiment om nu al een trendbreuk te veroorzaken. Met een bevestiging van de positieve trend in China en de moderate, duurzame groei in de VS in de volgende cijfers zal echter ook het beleggersvertrouwen toenemen. Intussen zullen echter Grexit en (vooral) Brexit de nodige aandacht opeisen.

We merken echter in de verte nog een verkleumde zwaluw, die zeer moeizaam in onze richting aangefladderd komt. De zeer verhoopde stijging van de kredietvolumes in de eurozone lijkt zich immers alsnog te kunnen realiseren, dankzij de herculesinspanningen van de ECB en ondanks het afremmende gedrag vanuit de bancaire regelgevers. Zowel inzake consumptiegerelateerde kredieten als hypotheekleningen valt er enig teken van leven te bespeuren. Het positieve nieuws hieromtrent geraakt echter telkens weer ondergesneeuwd onder de berichten van tegenvallende exportcijfers en ontgoochelende statistieken over de industriële productie.

Grafiek 4: Evolutie kredietvolumes in de eurozone



Deze ontwikkelingen laten ons toe om onze neutrale posities in aandelen aan te houden, in verhouding met het beleggingsprofiel. Amerikaanse industriële posities worden geleidelijk opgebouwd maar de dienstensector blijft onze voorkeur wegdragen. Aandelen uit groeilanden worden nog steeds gemedan, behoudens India en China, voor zover het bij deze laatstgenoemde consumptiegerelateerde waarden betreft. Europese aandelen worden licht overwogen, met nadruk op Duitse aandelen, gelet op hun zeer bescheiden waardering. Onze obligatieposities blijven zeer specifiek gericht op Italiaanse, Spaanse en Ierse staatsobligaties met een looptijd van (ongeveer) 5 à 7 jaar.