

Het lange wachten op conjunctureel beterschap begint zwaar door te wegen. Maar we zijn nu eenmaal verslaafd aan goed economisch nieuws zodat het uitblijven van enig teken van een conjuncturele heropleving van enige betekenis ons even moeilijk valt als de legendarische Amsterdamse junkies die destijds reikhalzend maar met groeiende wanhoop bleven uitkijken naar de komst van het methadonbusje dat hen van de kwellende afkickverschijnselen zou gaan verlossen.

Een verlossing uit de ijzeren greep van Koning Winter lijkt op de financiële markten echter nog niet in het onmiddellijke bereik. Meer nog, een verdere vertraging op het verhoopte schema in de richting van een substantieel herstel van de wereldgroei lijkt de laatste weken nog waarschijnlijker geworden. Deze gang van zaken verrast ons niet echt want zowel onze barometer voor de Amerikaanse industriële conjunctuurindicatoren als onze vooruitzichten voor de Chinese industriële groei wezen al op druilerig weer zodat het mistroostige Amerikaanse industriële PMI-cijfer en de terugval van het recente Chinese Caixin-cijfers met gelatenheid en berusting werden aanvaard.

Het ISM-cijfer kwam overigens precies binnen op het verwachte niveau dat door ons voorspellingsmodel werd aangegeven. Een lezing van 50,8 houdt weliswaar een signaal in dat wijst op enige vorm van versnelling van de Amerikaanse industriële groei maar recentelijk onmiskenbaar aan overtuigingskracht lijkt te verliezen.

Grafiek 1: Amerikaans PMI-cijfer (Industrie)



Het Chinese PMI-cijfer verzwakt verder tot 49,4. Een beperkt (en statistisch niet significant) verschil ten opzichte van de vorige lezing (49,4) maar alleszins weinig ondersteunend voor wie op zoek zou zijn naar een patroon van groeiversnelling. Dit cijfer verbaast ons ook geenszins vermits dit ook in lijn ligt met diverse vooruitlopende indicatoren, zoals transportvolumes per trein of het kolenverbruik.

In de eurozone blijft het speuren naar enig teken van opstanding van economische indicatoren. Die zijn er wel te vinden voor wie over een professioneel vergrootglas beschikt, maar veel verder dan wat sporadische opwellingen van

deelcomponenten komen we niet. De stijging van de toegekende consumptiekredieten en leningen voor de aankoop van woningen, de stijgende huizenprijzen en het (licht) afnemende werkloosheidscijfer duiden nog op enige veerkracht van de economie maar de verzwakkende dollarkoers ten opzichte van de euro roept opnieuw veel vragen op.

De export vanuit de eurozone wordt hierdoor alleszins negatief geïmpacteerd. Het is ook maar de vraag waarop de motivatie voor deze muntverzwakking is gebaseerd. Hoewel ... Eén van de weinige financiële indicatoren die op langere termijn enige houvast biedt als determinerend element voor een wisselkoers, is immers het verschil tussen de langetermijnrentetarieven tussen (in casu ) de VS en de eurozone. De kloof tussen beide tarieven is recent enigszins gedicht waardoor een (beperkte) verzwakking van de greenback (eventueel tot 1,16 \$/€) niet helemaal onlogisch is.

Maar de voornaamste reden lijkt eerder te vinden bij de recente herziening van de Chinese wisselkoers ten opzichte van de US dollar. De Chinese Overheid heeft ongetwijfeld opgemerkt dat de zwakkere koers van de yuan die werd uitgelokt door de verregaande dalingen van haar beleidsrente en een aantal rechtstreekse (en mis begrepen) interventies op de wisselmarkten (zoals in augustus 2015) de Chinese exportpositie inderdaad merkbaar is verbeterd maar dat tevens de voedselinflatie alarmerend is gestegen. Vandaar de recente opwaartse correctie van de wisselkoers ten opzichte van de US dollar. Hierbij worden massaal dollars verkocht op de wisselmarkten waardoor ook onrechtstreeks de US\$ in waarde verliest ten opzichte van de euro.

De vooruitzichten voor de groeilanden verliezen opnieuw aan momentum, ondanks de recente, hoopgevende rally. De terugval van de olie- en koperprijzen geeft immers aan dat de opstanding van de eens zo geroemde emerging markets zeker nog niet voor de onmiddellijke weken zal zijn.

Voor het uitblijven van enig herstel van de groeivoet van de globale bedrijfsresultaten weegt zwaar op het gemoed van beleggers. De extreem lage rentevoeten kunnen dit gemis gedeeltelijk en tijdelijk neutraliseren maar een betekenisvol herstel van de wereldconjunctuur zal nodig zijn om zowel in de industrie als in de dienstensectoren de bedrijfsresultaten fundamenteel opwaarts bij te sturen.

De centrale banken hebben alleszins een legendarische inspanning geleverd om het tij te doen keren. De bancaire regelgevers zijn echter ook nu even wereldvreemd als bij het begin van dit millennium. Toen werd de economie oververhit door de expanderende bancaire balansen, op basis van de Bazel I- en II-regelgeving, terwijl de economische groei nu wordt onderkoeld met even goedbedoelde als slecht getimedde maatregelen om de kapitaalpositie van de banken te verstevigen. Vermits kapitaalverhogingen op de aandelenbeurzen zo goed als uitgesloten zijn, rest de meeste banken weinig alternatief dan hun risicogewogen activa af te bouwen (of in ieder geval niet verder op te bouwen). Kredieten houden vanzelfsprekend een hoger risico in dan (de meeste) Europese overheidsobligaties. Hierdoor wegen ze zwaarder door in de kapitaalvereisten en zijn ze vandaar eerder een kandidaat om afgebouwd dan om opgebouwd te worden.

De richtlijnen om de begrotingstekorten van de Europese Unie binnen een beperkte tolerantiezone te brengen, doen dan de rest van het vuile werk om de economie aan de grond te houden. Allemaal begrijpelijk natuurlijk, want het gebrek aan budgettaire discipline bracht verschillende lidstaten van de eurozone aan de rand van de afgrond. Een nieuwe existentiële crisis van de eurozone kunnen we nu missen als kiespijn (of beter gezegd - zodat u ons ten volle begrijpt - als een nieuwe blessure van De Bruyne of Kompany ... )

Onze asset-allocatie blijft vandaar op neutrale niveaus, waarbij Amerikaanse aandelen uit de dienstsectoren en Europese aandelen overwogen blijven ten koste van de zwaar onderwogen groeimarkten en Japan. Obligaties blijven - ondanks de extreem lage rentetarieven - overwogen. Een dergelijke positionering is in een dergelijke context natuurlijk enkel verantwoord door de overweging van Italiaanse, Spaanse en Ierse overheidsobligaties.

Dergelijke momenten van sombere vooruitzichten, waar niets nog een uitkomst lijkt te bieden en de financiële markten de handdoek in de ring lijken te willen smijten, zijn historisch altijd de betere instapmomenten gebleken. Ongetwijfeld zal dit nu ook het geval zijn, voor zover de betrokken investeerder het nodige geduld kan opbrengen.

Conditio sine qua non ...



Busje komt zo