

Met de toon in mineur hebben we de laatste maanden de afvalbakken afgeschuimd in de hoop om links of rechts nog wat kliekjes bijeen te kunnen schrapen. Enkele restjes uit wat ooit de grote beurshausse van 2012 is geweest, volstonden al voor ons om staande te blijven, terwijl we ons warm wisten te houden met (wat aangedikte) verhalen over de overdadige banketten van weleer: ononderbroken opwaartse bijstellingen van de verwachte bedrijfsresultaten, steeds lagere rentevoeten, massieve liquiditeitsinjecties en de onverstoorbare hoop op een duurzaam economisch herstel, na de Grote Recessie die was ingeluid door het financiële debacle van 2008.

Maar de correcte toepassing van de historische methode is ons niet vreemd. De perceptie over gebeurtenissen in het verleden dient regelmatig te worden afgetoetst aan betrouwbare bronnen en feitenmateriaal. Hieruit blijkt spoedig dat het toen ook allemaal niet zo eenduidig of altijd rooskleurig was en (vooral) dat het nu niet eens zo slecht is en de huidige context heel wat kansen biedt ... Een paar hinderlijke obstakels moeten wel uit de weg worden geruimd opdat het opwaartse pad zich terug wat duidelijker zou laten herkennen.

Grafiek 1 : Beursherstel sedert 01-01-2012

(blauw : Obligatiereturnindex voor de eurozone , looptijd van 7 tot 10 jaar)



Het abrupte einde van de hausse, ergens in april 2015, werd vooral geïnspireerd door een overdreven pessimistisch uitgangspunt over de evolutie van de Amerikaanse economie (die in het dienstensegment dermate zou versnellen dat de Fed drastische renteverhogingen zou moeten opleggen, die de zwakkere industriële component tot een recessie zou dwingen).

De Europese economie leek op haar beurt in een moeras te verzwelgen door de opgelegde besparingen, onoordeelkundige bancaire regelgeving en onderling gekibbel, terwijl de Chinese economie dreigde kopje onder te gaan omwille van de opgelegde groeivertraging in de industrie, die ongewild de rest van de activiteiten in haar zog leek mee te slepen en ook in

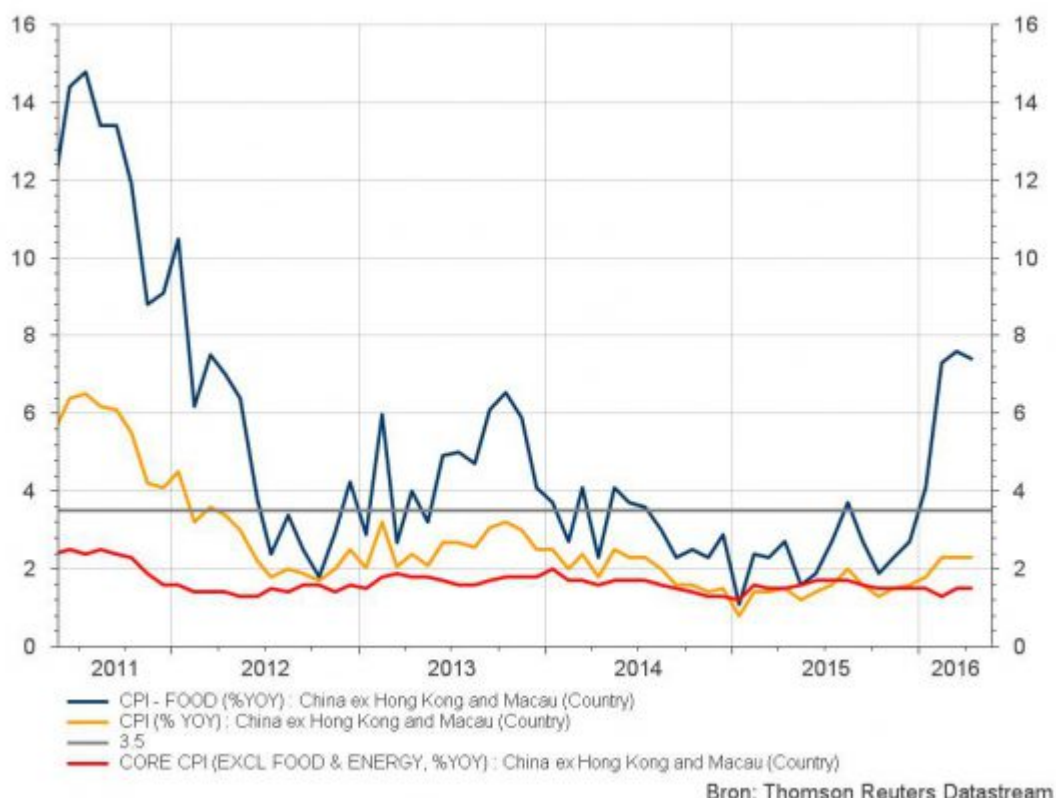
de omringende groeilanden een economisch bloedbad aanrichtte.

Allemaal sterk overdreven, want de Amerikaanse beleidsrente werd over die periode slechts met 25 basispunten verhoogd, de Europese economie vertoont intussen tekenen van levensvatbaarheid (al moet je wel over een professioneel vergrootglas beschikken om dit te kunnen waarnemen) en de Chinese economie wist zich te stabiliseren en schommelt langzaam maar zeker weg uit de gevarenzone.

De opeenvolgende rentedalingen en verlagingen van de bancaire reserveverplichtingen hebben intussen hun werk gedaan en hebben de Chinese economie teruggebracht op een - weliswaar erg hobbelig maar houdbaar - groeipad. De conjunctuurindicatoren waggelen intussen duidelijk hoger maar de media blijven - deels terecht - focussen op de zwakke industriële groei maar vergeten steevast te wijzen op het feit dat China verplicht is geweest deze groei af te koelen. De ware lakmoestest bestaat uit de combinatie van de groeivoorzichten voor de diensten- én industriële sectoren en deze evolutie laat stilaan verhopend dat China terug een economisch momentum heeft gevonden.

Verdere rentedalingen zijn o.i. niet meer nodig en eigenlijk ook niet meer gewenst. De voedselinflatie geeft immers dreigende signalen die op zich nog onvoldoende zijn om de algemene inflatie oven het targetniveau van 3,5 % te jagen maar wel aangeven dat het stilaan welletjes is geweest.

Grafiek 2 China : Kerninflatie (rood) , algemene inflatie (oranje) en voedselinflatie (blauw)

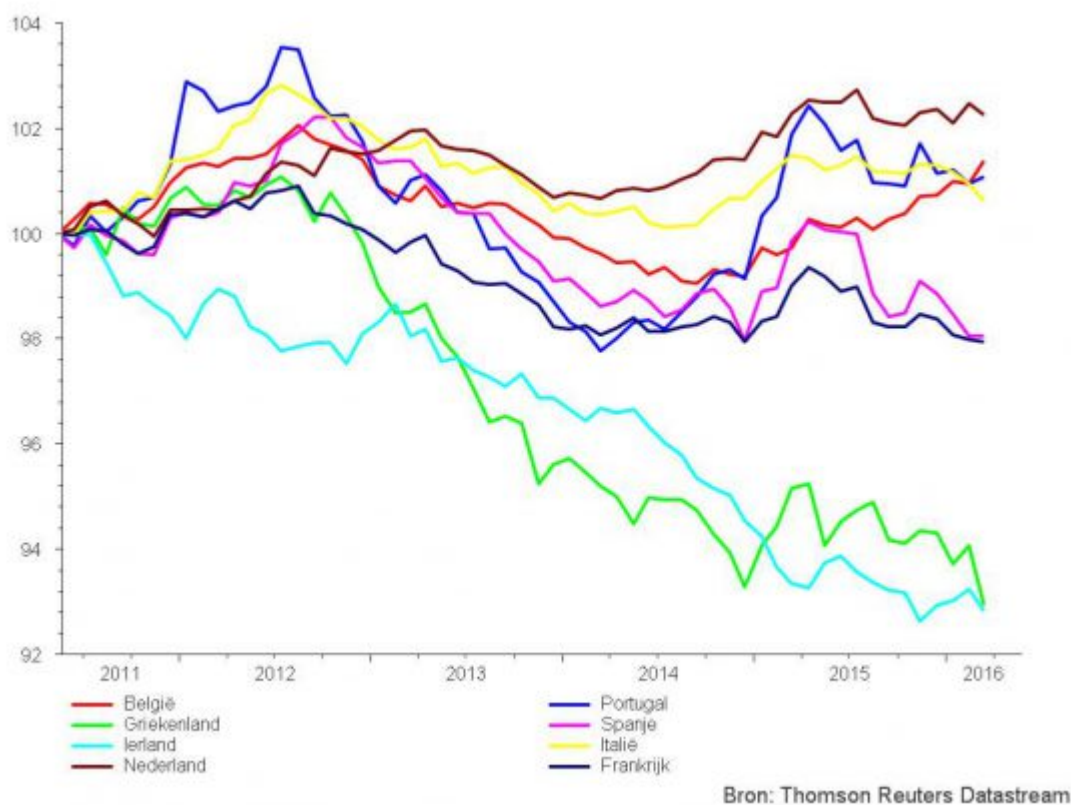


Ook de vrees voor een grexit, die de financiële markten medio 2015 nog in een wurggreep hield, lijkt nu ver op de achtergrond te zijn teruggedrongen. We schatten ook destijds de kans op een effectieve verwijdering van Griekenland uit de eurozone erg laag in. De geopolitieke en financiële belangen van de eurozone zijn immers veel te groot om een dergelijk risico - met compleet onvoorspelbare gevolgen - te nemen. Ook in de aanloop naar de huidige onderhandelingen hebben we geen seconde getwijfeld aan de goede afloop. De eurozone moest hierbij weliswaar haar standpunt herhalen dat

verdere structurele ingrepen nodig waren om de laatste anomalieën te corrigeren (zoals het Griekse pensioensysteem) maar het IMF wees zeer terecht op de noodzaak om naast het opleggen van de nodige besparingen de Griekse bevolking ook een schuldherschikking aan te bieden. De radicale besparingen hebben immers (te) weinig zoden aan de dijk kunnen brengen om ongenueanceerd te denken dat hiermee op termijn de zwalpende Griekse financiële situatie terug rechtgetrokken kan worden. Samen met Ierland heeft de Griekse bevolking immers de meest verregaande inspanningen geleverd, wat eenduidig afgeleid kan worden uit de substantiële verbetering van de reële effectieve wisselkoers (als maatgetal voor de economische efficiëntiegraad van een land) van Griekenland en Ierland.

Grafiek 3 : Evolutie van de reële effectieve wisselkoersen in de eurozone

(noot : Hoe lager , hoe efficiënter)



Maar in tegenstelling tot het smaragdgroene eiland kon de Griekse economie zich niet stabiliseren omwille van haar torenhoge schuldpositie. Verdere besparingen (zoals intussen aanvaard door het Griekse parlement) hebben dus enkel toegevoegde waarde op termijn wanneer deze gepaard gaan met een substantiële schuldverlichting. Aldus geschiedde ...

De positieve reactie van de Europese beurzen ondersteunt deze redenering, al dient te worden toegevoegd dat de beleggers waarschijnlijk op zoek waren naar een excuus om een einde te maken aan de mistroostige evolutie sedert het begin van dit verdoemde jaar.

Van grexit naar brexit is weliswaar slechts één letter maar toch ook een wereld van verschil. De impact van een brexit is enerzijds veel minder eenduidig. Of het op langere termijn al dan niet beter is voor Groot-Brittannië om zich af te scheiden van de EU, hangt af van tal van factoren. Al naargelang de hypothese die men zich hierbij stelt, kan men zowel de voordelen als de nadelen van een brexit becijferen. Wat ook het langere termijnperspectief moge zijn, op korte termijn is het een economische en financiële schok en dat lusten beleggers helemaal niet.

Dat de financiële markten (tegen hun slechte gewoontes in) toch redelijk kalm het komende referendum tegemoet zien, moet hoogstwaarschijnlijk toegeschreven worden aan de beperkte kansen die aan een brexit-scenario worden toegedicht. Want zelfs indien er een (nipte) meerderheid kan worden gevonden voor het "leave"-kamp, dan lijkt het nog een groot politiek risico om tot een effectieve uittreding te komen. Het scenario is dan immers niet ondenkbaar dat zowel Schotland als Wales zich zouden afscheuren, hetgeen Engeland diep in zijn eigenwaan zou treffen. Het zou alleszins de onderhandelingspositie van Albion in de EU sterk ondergraven.

Neen, dan liever een "moreel gelijk", ondersteund door een lichte meerderheid, dan een effectieve brexit. Dat biedt Boris Johnson de kans om premier te worden zonder de bittere gevolgen van een brexit aan de Britse bevolking te moeten doorrekenen.

De verwachtingen lijken echter steeds nadrukkelijker te wijzen op een afwijzing van de brexit.

De bookmakers kennen immers een toenemende meerderheid aan gokinzetten voor het "stay"-kamp terwijl ook de enquête van Bloomberg een toenemende voorkeur vaststelt voor een blijvende verankering binnen de EU. Volgens het gerenommeerde persbureau zou nu 47,1 % van de Britse kiezers voor een blijvend lidmaatschap stemmen, terwijl echter nog 11,2 % van de kiezers onbeslist is. Maar dat zou wel betekenen dat van deze laatste groep driekwart zich in het voordeel van een brexit zou moeten uitspreken om de balans terug te doen overhellen. Aan de effectieve realisatie van een brexit wordt door Bloomberg slechts een kans van 18 % toegekend. Reuters geeft hieraan nog een kans van 21 % en ziet de polls ook wat dichter bij elkaar (54 % tegen 46 %). Hoe de kiezers uiteindelijk reageren achter het gordijn van het stemhokje, blijft echter altijd wat onvoorspelbaar (en hoeft niet noodzakelijk rationeel of goed onderbouwd te zijn), vandaar dat er toch nog enige terughoudendheid bij beleggers wordt waargenomen.

De grootste uitdaging tot het Britse referendum blijft echter de reactie op een eventuele renteverhoging in de VS. De kans op een verhoging van de beleidsrente tijdens de volgende FOMC-vergadering van 15 juni is immers opgelopen tot 38 %. Nog steeds niet genoeg om tot een effectieve verhoging met 25 basispunten over te gaan maar zeker voldoende om rekening te gaan houden met een dergelijk scenario. Indien de werkgelegenheidsstatistieken en vooral de loonindicatoren op een verdere verbetering wijzen, dan wordt het immers zeer waarschijnlijk dat de Fed de rente zal verhogen.

Normaal vormt dit een neutraal scenario voor de beurzen, voor zover de economische cijfers nadien niet verzwakken of de loonmassa niet verder versnelt.

Voor ons vormt dit ook een neutraal scenario voor het geheel waardoor de gewichten in aandelen op de benchmarkniveaus worden aangehouden met een overgewicht voor Amerikaanse aandelen uit de dienstensectoren en Europese waarden. India en Chinese consumptieaandelen vormen de uitzondering op onze drastische onderwegingen in de groeilanden. Aan de obligatiekant blijven Ierse, Spaanse en Italiaanse overheidsobligaties zwaar overwogen.