

Het zou iedere mens minstens een keer in zijn leven moeten overkomen: een warm welkom na een jarenlange en gevaarlijke odyssee, over de zeven wereldzeeën, door onherbergzame woestijnen en over de immer gevaarlijke Belgische autowegen. Gewoon een welgemeende begroeting bij het thuiskomen.

De Amerikaanse consument had er nochtans erg naar uitgekeken nadat zijn legendarische uitgavengedrag de wereldeconomie in de jaren tachtig en negentig haast op zijn eentje naar hogere niveaus had getild.

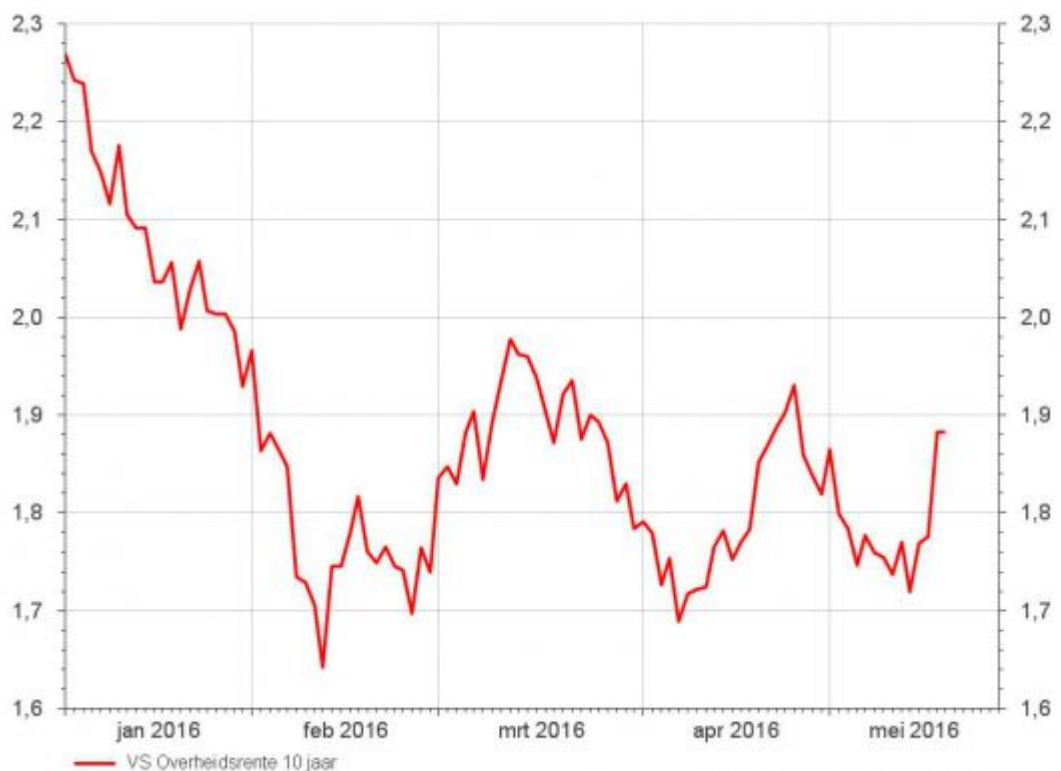
Maar het moet gezegd, toen hij na een jarenlange afwezigheid, vorige maandag plotseling terug kwam opduiken, schrokken de meeste waarnemers zich een hoedje en werden alleen negatieve conclusies aan zijn thuiskomst gekoppeld. Geen *ticker tape parade*, geen open bus die hem opwachtte voor een zegetocht door het stadscentrum. Niets daarvan.

De onverwachte opwaartse ommekeer van de kleinhandelsverkopen in de VS vormt op zich weliswaar een bevestiging voor de versteviging van de Amerikaanse economie maar roept onmiddellijk ook het doembeeld op van verdere en sneller dan verwachte stijgingen van de beleidsrente, oplopende LT-rentetarieven, hogere inflatie en verdere loonstijgingen.

Dit werd door de beleggers - zoals altijd - allemaal natuurlijk sterk overdreven, maar was toch voldoende om ook de meest positief georiënteerde analist heel even aan het twijfelen te brengen.

De aandelenbeurzen kenden na de bekendmaking van het retail sales-cijfers een (zoveelste) dip, de rente op LT-overheidsobligaties en de dollarkoers stegen gevoelig en de impliciete kansen op een verhoging van de beleidsrente stegen aanzienlijk.

Grafiek 1: Rente op Amerikaanse overheidsobligaties op 10 jaar



Bron: Thomson Reuters Datastream

De verhoging is tot nu toe weinig indrukwekkend en lijkt eerder op een correctie op de te diepe terugval van de rente op

LT-overheidsobligaties. Vermits ook het algemene inflatiecijfer lichtjes boven de verwachtingen is uitgekomen, is de reële LT-rente in de VS nauwelijks toegenomen. De economische indicatoren die we van zeer nabij opvolgen, geven alleszins nog geen alarmsignalen over een onverwachte groeischeut van de Amerikaanse economie, maar de licht verhoogde inflatoire druk, zeker in combinatie met de toename van loonmassa, is koren op de molen van de *hardliners* bij de FED die er al geruime tijd op aandringen om geen verdere risico's te nemen en het opwaartse potentiële inflatierisico nu al de pas af te snijden. Kwestie van niet dezelfde fout te maken als in 2004 ...

Tot nu toe wisten de *doves* bij de FED steeds de overhand te krijgen (behoudens een enkele keer in december 2015 maar toen vroegen de financiële markten zelf om deze verhoging van de KT-rentetarieven om in lijn te blijven met de economische groeiverwachting en de beleidsrente. (Wat nadien overigens nog te vroeg bleek te zijn.)

Net voor de publicatie van de kleinhandelsverkopen werden de kansen op een rente-hike in juni slechts op 7,5 % ingeschat. Na de publicatie werd dit verwachtingspatroon echter snel en in substantiële orde bijgestuurd tot een kans van 1/3 op de afkondiging van een renteverhoging na de vergadering van het FOMC van 15 juni e.k.

De kansen op een renteverhoging lopen overigens behoorlijk op naarmate de prognoses zich verder in de tijd situeren. In juli wordt dit reeds op meer dan 55 % ingeschat - en dat lijkt bijna een certitude in te houden. Deze kansen worden immers afgeleid uit de futures op rente-instrumenten. Indien hieruit een kans blijkt die groter is dan 50 %, dan zal de Fed gewoonlijk de markt haar zin geven en de beleidsrente 0,25 % doen toenemen. Volledig binnen het scenario dat Yellen in december 2015 nog vooropstelde.

De volgende ISM-indicatoren over de industrie (op 1 juni) en dienstensectoren in de VS zullen meer uitsluitsel kunnen brengen over de wenselijkheidgraad van een dergelijke renteverhoging maar vooral de werkloosheidscijfers van vrijdag 3 juni zullen het beslissende statistische materiaal bevatten waarop de FED zich zal beroepen om haar beslissing te onderbouwen. Meest bepalend element hierbij zal de ontwikkeling zijn van de salarissen en de gemiddelde werkweek.

Een verdere versnelling van de loonmassa zal de Amerikaanse Centrale Bank vervroegd verplichten tot een ingreep. Op zich zorgt dat hooguit voor enkele rimpelingen op de aandelenmarkten maar de Fed moet dan wel erg zeker zijn van de kracht van het economisch groeiherstel, in tegenstelling tot de vermaledijde eerste maand van dit (op alle gebieden ontluiserende) jaar.

De rentestijging van december 2015 werd al in januari 2016 geconfronteerd met enerzijds een onverwacht diepe terugval in zowel de diensten- als de industriële sectoren (waaruit bleek dat de economie onnodig afgekoeld werd) en anderzijds een problematische stijging van de salarissen (waardoor de rente nog verder moest toenemen).

Grafiek 2: Stijging van de lonen in de VS (diensten en algemeen)



Deze contradictie werd eerst nog genadeloos afgestraft op de beurzen maar die herstelden zich geleidelijk wanneer bleek dat de loonmassa slechts tegen een gematigd tempo steeg en uit de ISM-indicatoren bleek dat de Amerikaanse economie een hoger groeipad had opgezocht.

In vergelijkbare omstandigheden in het verleden stegen echter ook de bedrijfsresultaten waardoor de financiële markten vrij snel hun evenwicht konden terugvinden. De winstmarges van de meeste bedrijven staan echter onder druk door de zwakke wereldconjunctuur zodat deze factor ons deze keer niet te hulp kan snellen. Vandaar de aanhoudende kwakkelgang op de beurzen die ons traag en zeer geleidelijk naar hogere niveaus zal tillen, behoudens een vergissing van de Federal Reserve. Hierbij bestaat vooral het risico dat de Fed-voorzitter te snel zou toegeven aan de "haviken", zonder dat hiervoor voldoende economisch momentum zou bestaan. We geven zeer uitdrukkelijk de voorkeur aan de dovish view. (Al was het maar vanuit Darwinistisch standpunt: wanneer hebt u het laatst een duif gezien en wanneer het laatst een havik? Nogal duidelijk welke van beide het meest succesrijke overlevingsmodel hebben ... )

Toch één lichtpunt: door de verhoging van de Amerikaanse rente, relatief ten opzichte van de Europese (en vooral Duitse) rentetarieven op LT-overheidsobligaties, is aan de terugval van de US dollarkoers ten opzichte van de euro een einde gekomen en is de greenback zelfs wat in waarde kunnen stijgen waardoor de exportpositie van een aantal Europese bedrijven enigszins is verbeterd.

De Europese beurzen worden nog altijd vooral op- en neer gedreven door het wel en wee van de Amerikaanse beurzen en het economische nieuws op het thuisfront. Dit is verwonderlijk. We zouden immers kunnen verwachten dat de gemoedsgesteltenis van de Europese beleggers vooral in functie zou staan van de resultaten van de peilingen over het Brexit-referendum.

Maar dat blijkt momenteel niet het geval. Ofwel gaat men ervan uit dat de impact van een brexit beperkt zal blijven – maar dat lijkt weinig realistisch – ofwel gaat men ervan uit dat de Britse terugtrekking uit de eurozone zal afgewezen worden

tijdens het referendum of dat - zelfs bij een overwinning van het exit-kamp - de stemmingen zodanig kort bij elkaar zullen liggen dat de effectieve realisatie van een brexit niet wenselijk is. In dat geval heeft Groot-Brittannië een sterk uitgangspunt in zijn onderhandelingen met de EU om zijn wensen naar een soberder, efficiënter en minder intrusief beleid kracht bij te zetten waarbij ongebreidelde regelneverij kan worden afgestopt.

De resultaten van de peilingen zijn weinig betrouwbaar bij een dergelijke *close call*. Vandaar dat we ons blijven beroepen op de (druk gesolliciteerde) statistieken die de gokbureaus dagelijks produceren. Het "Stay"-kamp weet nog altijd de meeste gokkers te verleiden met 59,29 % van de ingezette bedragen.

De Brexit Poll tracker van Bloomberg noemt de situatie op basis van de peilingen nog altijd "too close to call" met 42,6 % voor het "leave" kamp maar met nog steeds 12,4 % onbesliste kiezers. Op basis van een dergelijke uitslag gaat Bloomberg uit van een kans van 24 % op een effectieve brexit.

Op basis hiervan houden we onze posities nog steeds op neutrale niveaus. Binnen het aandelengedeelte geven we de voorkeur aan Amerikaanse bedrijven uit de dienstensectoren en Europese waarden, met nadruk op de relatief goedkoop gewaardeerde Duitse aandelen). We blijven de groeilanden sterk onderwegen, met uitzondering van India en Chinese consumptiewaarden.

Aan de obligatiekant blijven we nog steeds nadrukkelijk Spaanse, Italiaanse en Ierse obligaties overwegen met een duurtijd van (ongeveer) 5 tot 7 jaar. Deze posities worden aangevuld met beperkte posities in Poolse staatsobligaties en breedgespreide posities in Emerging Market bonds.