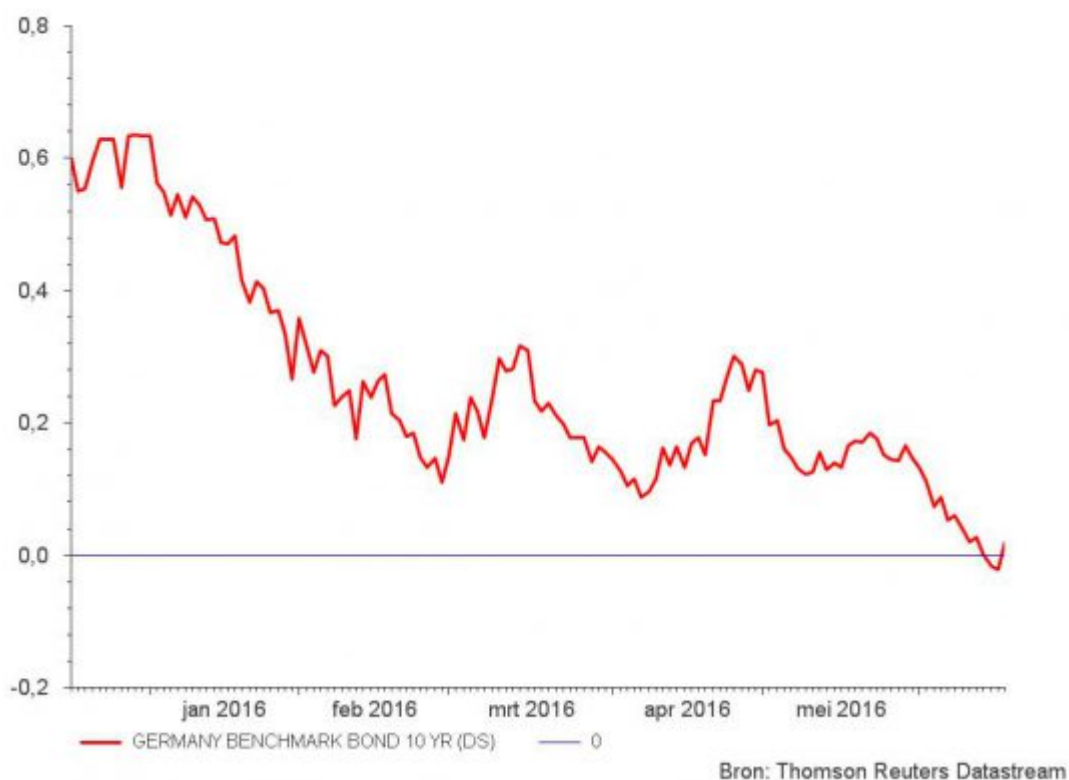


In weerwil van de substantiële inspanningen van de Centrale Banken blijkt de economische permafrost zich voorlopig alleen maar verder uit te breiden. Maar we merken - hier en daar, dan toch - een sprankeltje groen.

De afnemende groeiverwachtingen vertalen zich momenteel - zoals ieder handboek dat netjes voorschrijft - nog steeds in lagere rentetarieven, maar het huidige extreme niveau neemt toch een historische dimensie aan met Amerikaanse langetermijntarieven op een naoorlogs dieptepunt (voor een goed begrip: we bedoelen WO II) en de Duitse 10-jaarsrente op overheidspapier, die zelfs even negatieve waarden liet optekenen in een paniekerige reactie na het verschijnen van (onbetrouwbare) peilingen in het voordeel van het brexitkamp.

Grafiek 1: evolutie van de Duitse rente op overheidspapier met een looptijd van 10 jaar



De brexitangst lijkt voorlopig wat weg te ebben, zodat ook de Duitse rentetarieven zich enigszins herstellen, maar de financiële markten zullen pas definitief een opwaarts pad durven inslaan wanneer de uitslag van het referendum een brexitscenario definitief uitsluit. Een effectieve brexit is weliswaar enkel realistisch bij een voldoende overtuigende zege van het 'leave'-kamp, maar een nipte zege zou op zich volstaan om tijdelijk enkele schokgolven door de beurzen te jagen. Die zouden voor ons eerder als een aankoopopportunity worden aanzien, behalve dan een scherpe daling van het Britse pond.

Deze munt bevond zich overigens al een tijdje in overgewaardeerd gebied, maar een substantiële daling van de Britse wisselkoers zal toch de nodige vragen oproepen over het competitief vermogen van de continentaal-Europese bedrijven. (Overigens, het grootste slachtoffer zou dan verhoudingsgewijs de Belgische industrie zijn, gelet op de intensiteit van onze exportrelatie met Groot-Brittannië.)

Grafiek 2: evolutie van de euro en de Amerikaanse dollar ten opzichte van het Britse pond



Het Britse investeringsklimaat zal echter onzeker blijven aanvoelen, zodat het voordeel dat de Engelse bedrijven uit een depreciatie van hun wisselkoers zullen halen, snel geneutraliseerd zal worden door hogere risicopremies en investeringskosten. London City zal echter een blijvend voordeel weten te houden uit een geïsoleerde positie. Vandaar de grote voorkeur van het financiële 'hart' van de Britse hoofdstad voor een brexit. Het zou van Londen immers een soort Zwitserland *nieuwe stijl* kunnen maken.

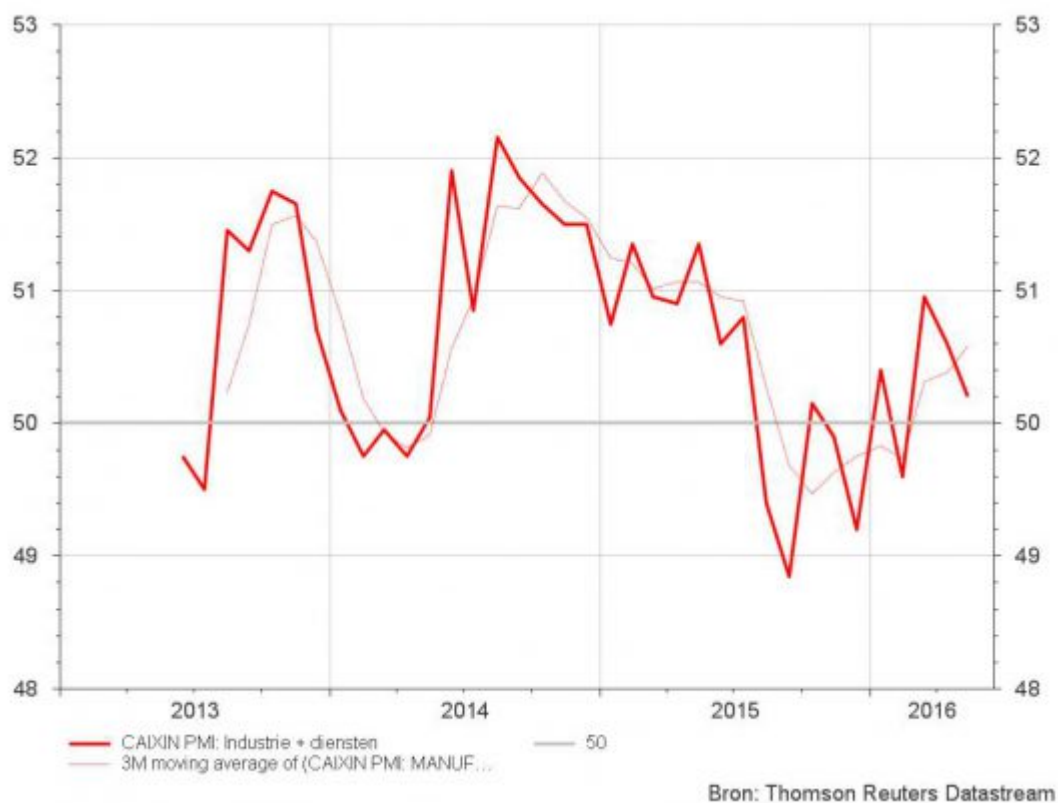
Normaal houden wij het midden bij dit soort discussies die tot de soevereiniteit van het Britse kiezerspubliek behoren, maar de karikaturale voorstellingen waaraan de medestanders van het brexitkamp zich veelvuldig bezondigen, brengen bij ons toch wat kwalijke oprispingen boven.

Hoe dan ook, op vandaag 20 juni geven de peilingen nog altijd een nek-aan-nekrace te kennen. De kans op een overwinning door het brexitkamp wordt door de bookmakers echter slechts op 43,3 % ingeschat, terwijl de kans op een effectieve brexit volgens Bloomberg en Reuters respectievelijk nog slechts 37 % en 34 % bedragen.

Maar terug naar de extreem lage rentestand. Het uitzonderlijke karakter van deze ontwikkelingen duidt erop dat meerdere factoren elkaar versterken in hun neerwaartse momentum.

- De zelfopgelegde groeivertraging in China vormt zeker mee de aanleiding tot de globale groeivertraging en de lage rentestand. De overheid heeft echter terecht de industriële component van haar economie naar een lager toerental geschakeld. Door de voorziene dramatische terugval in de arbeidsbevolking dreigt er immers een opwaartse loonspiraal te ontstaan als China niet tijdig afstapt van zijn vroegere, succesrijke industriële model, waarin bulkproductie tegen lage lonen centraal staat. De afkoeling van een component met zo'n omvang is vanzelfsprekend ook van aard om een verlamdend effect te veroorzaken op de grondstoffenprijzen, de activiteitsgraad van groeilanden en exportgerichte Duitse en Amerikaanse bedrijven.

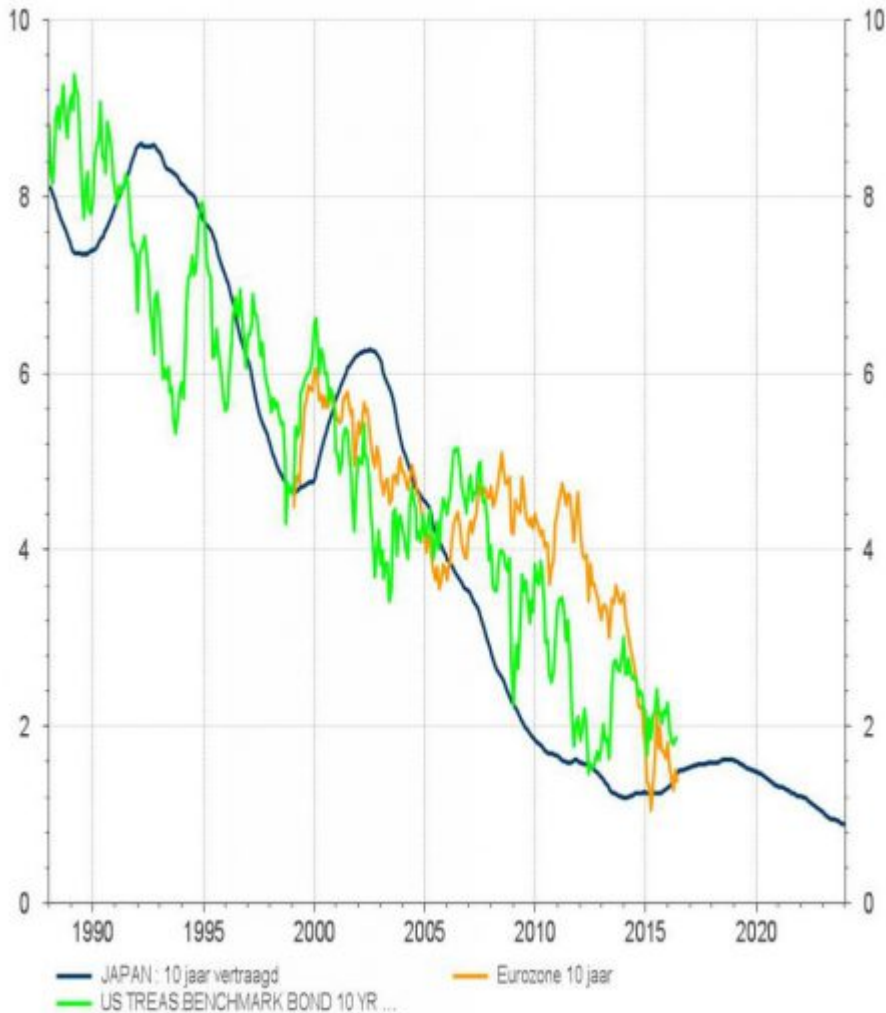
Grafiek 3: evolutie van de Chinese conjunctuurindicatoren (Caixin: industrie + diensten)



Dit proces lijkt intussen te zijn gestabiliseerd. Onder impuls van de geleidelijk versterkende dienstensectoren en de binnenlandse consumptie heeft de Chinese economie weer een opwaarts groeipad gevonden, zij het dat de Rode Reus dit pad met opzichtige zigzagbewegingen bewandeld.

- De demografische ontrafeling in de meeste geïndustrialiseerde landen vormt voor ons overigens al decennia lang de leidraad bij het opstellen van een renteprognose op de langere termijn. Japan is verder gevorderd in dit verouderingsproces zodat een eenvoudig model, dat zich baseert op de Japanse rentestand van een tiental jaar geleden, toeliet een verbazingwekkend accurate voorspelling te maken, wat niet alleen de huidige Europese en Amerikaanse rentestand weet te duiden maar ook de aanleiding vormt tot een ontvullende voorspelling voor de voorzienbare toekomst: een *ijstijd* voor rentevoeten.

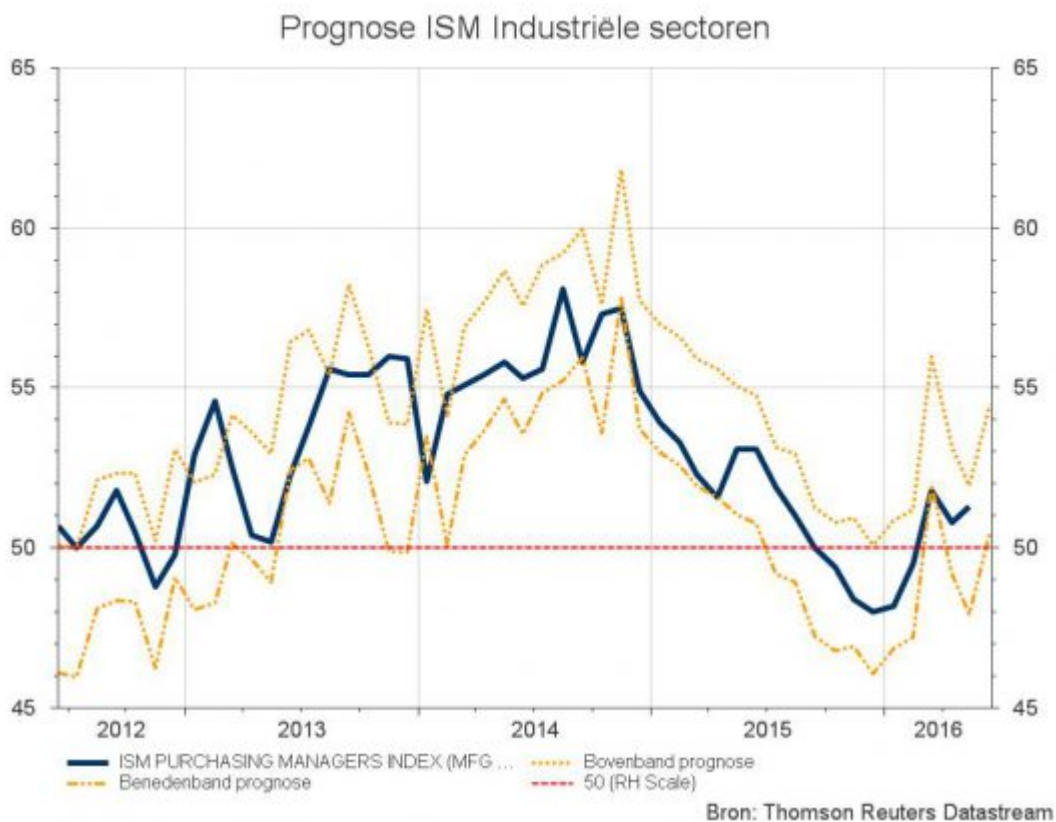
Grafiek 4: 10-jaarsrente in Japan (10 jaar vertraagd) en 10-jaarsrente eurozone en VS



Bron: Thomson Reuters Datastream

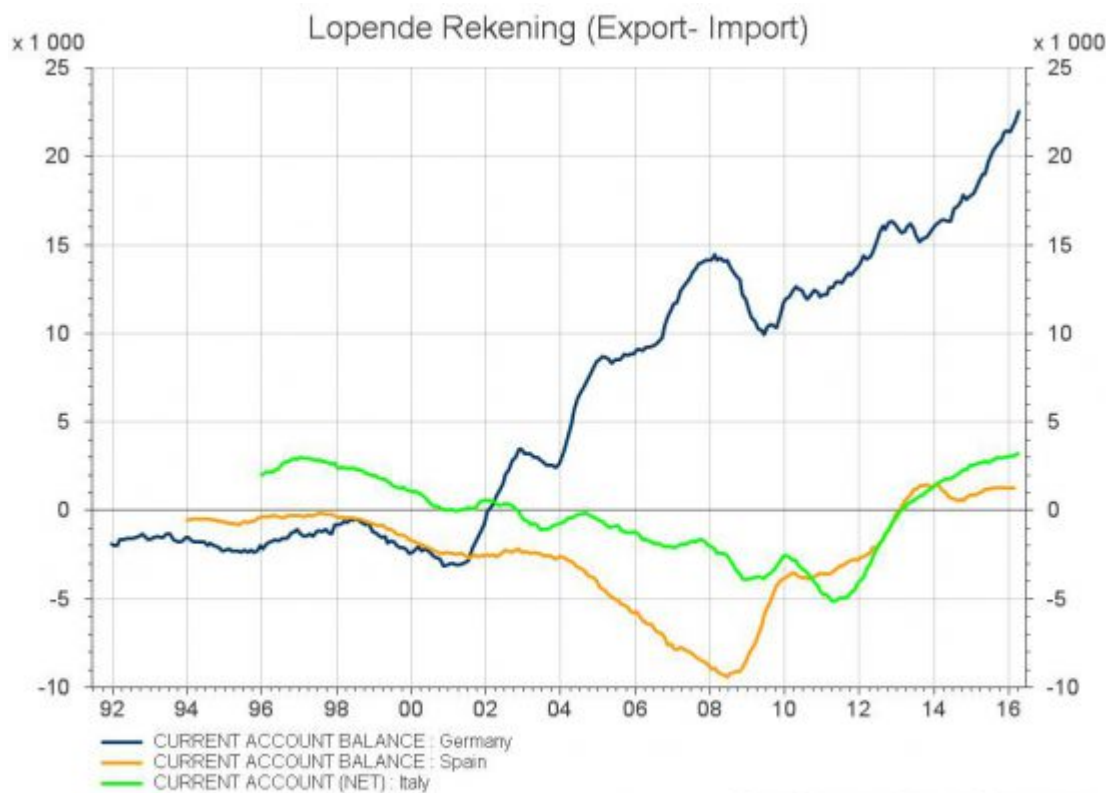
Door de eerder onverwachte terugval van de conjunctuurindicatoren van de Amerikaanse dienstensectoren in de voorbije maand, heeft de Amerikaanse overheidsrente intussen ook verder aan terrein verloren. Daardoor lijkt een verhoging van de beleidsrente tijdens de komende maanden quasi uitgesloten en worden aan de Amerikaanse economie alle kansen op een verder herstel geboden. Het niveau van de Amerikaanse reële langetermijnrente is momenteel overigens vrij conform met de teruggeschroefde verwachtingen voor de reële groei van het BBP, zodat daaruit geen indicatie voor een zeepbel in de obligatiekoersen moet worden afgeleid. Onze modellen geven echter wel aan dat de conjunctuur zich wel degelijk herstelt en in de komende maanden een opwaartse beweging te kennen zal geven. Daarmee is nog maar weinig rekening gehouden bij de bepaling van de langetermijnrente en bij de koersvorming op de Amerikaanse aandelenbeurzen. Dit vormt een ideaal scenario voor aandelenmarkten: lage beleidsrente, (nog) geen inflatie en verbeterende economische indicatoren ... We willen echter nog graag even wachten op bevestiging, maar beginnen ons toch al voorzichtig te positioneren.

Grafiek 5: vooruitlopend model op de Amerikaanse industriële ISM-conjunctuurindicator



- De anemische groei in de eurozone tart intussen alle geduld. Ondanks de heroïsche inspanningen van de ECB moet je met een professioneel vergrootglas (en veel verbeeldingskracht) gewapend zijn om alsnog enige sporen van economische heropleving te kunnen waarnemen. Hoewel ... de kredietgroei begint stilaan substantiële vormen aan te nemen en het Duitse handelsoverschot legendarische proporties. Onze oosterburen genieten dan ook ten volle van de ideale combinatie van een extreem lage investeringsrente en een relatief goedkope munt. Al zal een generatielange specialisatie in kwaliteitsvolle fijne mechaniek hier ook niet vreemd aan zijn ...

Grafiek 6: overschot op de Duitse lopende rekening in vergelijking met Spanje en Italië



Merk op vanaf wanneer de Duitse lopende rekening zijn opvallende klim begon in te zetten. Het kan natuurlijk ook puur toeval zijn, dat dit samenvalt met de introductie van de euro ...

De intra-Europese concurrentie kan tevens op afstand worden gehouden door het keurslijf van de eengemaakte munt, waardoor Italië en Spanje enkel met doorgedreven besparingen hun competitieve positie nog enigszins helpen te vrijwaren, maar zich daardoor van alle kansen op economisch herstel op korte termijn ontnomen zien. In andere tijden zouden die landen een doortastende devaluatie hebben doorgevoerd en zo de inflatie en de rentetarieven hebben aangewakkerd.

- De opgelegde budgettaire besparingen zijn overigens niet de enige factor waarmee de inspanningen van de ECB worden geneutraliseerd. De procyclische houding van de bancaire regelgever heeft niet alleen de voorafgaande opwaartse conjunctuurgolf onnodig aangewakkerd, maar geeft nu ook de neerwaartse beweging een additionele duw door de poging om op het meest ondankbare moment de risicogewogen kapitaalratio's van de banken op te krikken. Na het debacle van 2008 is dat op het eerste zicht begrijpelijk, ware het niet dat alle studies aantonen dat deze ratio's geen enkele indicatie over de sterkte of zwakte van banken inhouden en vandaar als beleidsinstrument weinig toegevoegde waarde bieden. Het gevolg is echter wel dat de pogingen van de ECB om alle alternatieven voor het verschaffen van kredieten zo onaantrekkelijk mogelijk te maken, stuiten op de risicoweging voor kredieten in vergelijking tot de nulweging voor onder meer overheidsobligaties.

Via het Quantitative Easing-programma tracht de ECB de rente op overheidsleningen zo onappetitelijk mogelijk te maken en de bancaire posities in de richting van kredietvorming te heroriënteren, maar dat lukt slechts in beperkte mate. Niet alleen wringt de bancaire regelgeving manifest tegen, maar ook het gedrag van de obligatiehandelaren is voorspelbaar. De rentecomponent vormt immers maar een bescheiden onderdeel van de beoogde winst van een obligatiepositie. Rentedalingen veroorzaken op zich immers veel grotere winsten. Gelet op de voorspelbaarheid van de rentebewegingen, volstaat het om hierin substantiële posities aan te houden om van een gratis aangeboden driegangenmenu te genieten. Als

ideale waarborg in de repomarkten vormen Duitse staatsobligaties overigens een belangrijke hoeksteen voor een dergelijke financiële hefboomstrategie. Vandaar dat het goedbedoelde QE-programma precies de aanleiding vormt voor grotere in plaats van kleinere obligatieposities en zo zijn doelstellingen niet snel genoeg bereikt.

De lovenswaardige pogingen van de ECB om de Europese economie te herstellen hebben vandaar iets weg van de beklimming van de Mont Ventoux op twee leeglopende tubes met een zak natte cement op je rug ...

Dat de Duitse rente (en in het zog daarvan de langetermijnrente in zijn satellietlanden) een negatieve waarde bereikt, hoeft ons vandaar niet te verbazen maar ook niet onnodig te verontrusten. Er is momenteel geen alternatief voor de ECB, die zal moeten volharden in deze politiek ondanks het spelgedrag van traders, de opgelegde besparingen in de overheidssector en de weinig productieve maatregelen van de bancaire regelgever.

Dat investeerders intussen (bijna) geen vergoeding krijgen voor hun obligatiebeleggingen en zelfs moeten betalen als zij daarbij absolute zekerheid nastreven, is momenteel het minst van onze zorgen. De Europese economie moet dringend een opwaarts pad inslaan als wij aan de volgende generatie dezelfde kansen willen bieden, die we ooit zelf kregen.

Investeringsmiddelen moeten daarom ingezet worden waar ze nuttig zijn en beleggingen die enkel tot doel hebben om de huidige vermogensposities af te schermen, mogen daarvoor zelfs een prijs in de vorm van negatieve rente betalen.

“Schepen liggen het veiligst in de haven, maar daarvoor zijn ze niet gebouwd”, liet ene Albert Einstein zich ooit ontvallen. Hij kende blijkbaar niet alleen wat af van zwarte gaten in de fysica, maar ook in de economie.

Voor onze beleggingsstrategie blijven we voorzichtig positief. Eens het brexitreferendum achter ons ligt (in de veronderstelling van een overwinning van het ‘remain’-kamp) zullen de aandelenposities wereldwijd worden opgetrokken, in het perspectief van een verbeterende conjunctuur in de VS, een geleidelijk economisch herstel in Europa, de stabilisatie en lichte verbetering van de grondstoffen- en olieprijsen en het wegebben van de angst voor een *hard landing* van de Chinese economie.

Maar zoals een taxichauffeur in New York (in een geheel andere context) ons wist te vertellen: “*it ain't over 'till the fat lady sings*”.

Zijn uitspraak bevat meer cultureel inzicht dan men op het eerste gehoor zou vermoeden: in een (begrijpelijke) vlag van wanhoop vroeg ooit een van de toehoorders tijdens een opvoering van een opera van Wagner aan zijn buur of er aan dit opgezwollen spektakelstuk dan nooit eens een einde kwam. Toch wel, maar enkel wanneer *Brünnhilde* (een heldin met een nogal zwaar postuur) haar zwanenzang kwam uitzingen en dat kon (helaas) nog wel even duren.

Wij hoeven tenminste maar drie dagen meer te wachten tot we de uitslag van het Britse referendum kennen. Dat is minder lang dan de gemiddelde duurtijd van een opera van Wagner.