

Voor wie er in de jaren 80 van de vorige eeuw nog niet bij was of destijds op een andere planeet vertoefde, herhalen wij graag even de steeds weerkerende plot van de succesrijkste tv-serie in die jaren: Een viertal ex-militairen werd ten onrechte beschuldigd (we weten niet precies van wat, maar dat doet er niet toe) en wordt op de hielen gezeten door enkele leden van de militaire politie (die evenwel niet geselecteerd zijn op basis van hun IQ). Om zich toch niet helemaal onledig te houden, springen onze helden regelmatig bij om de zwakkeren in onze maatschappij en onderdrukten van divers pluimage uit de rats te helpen.

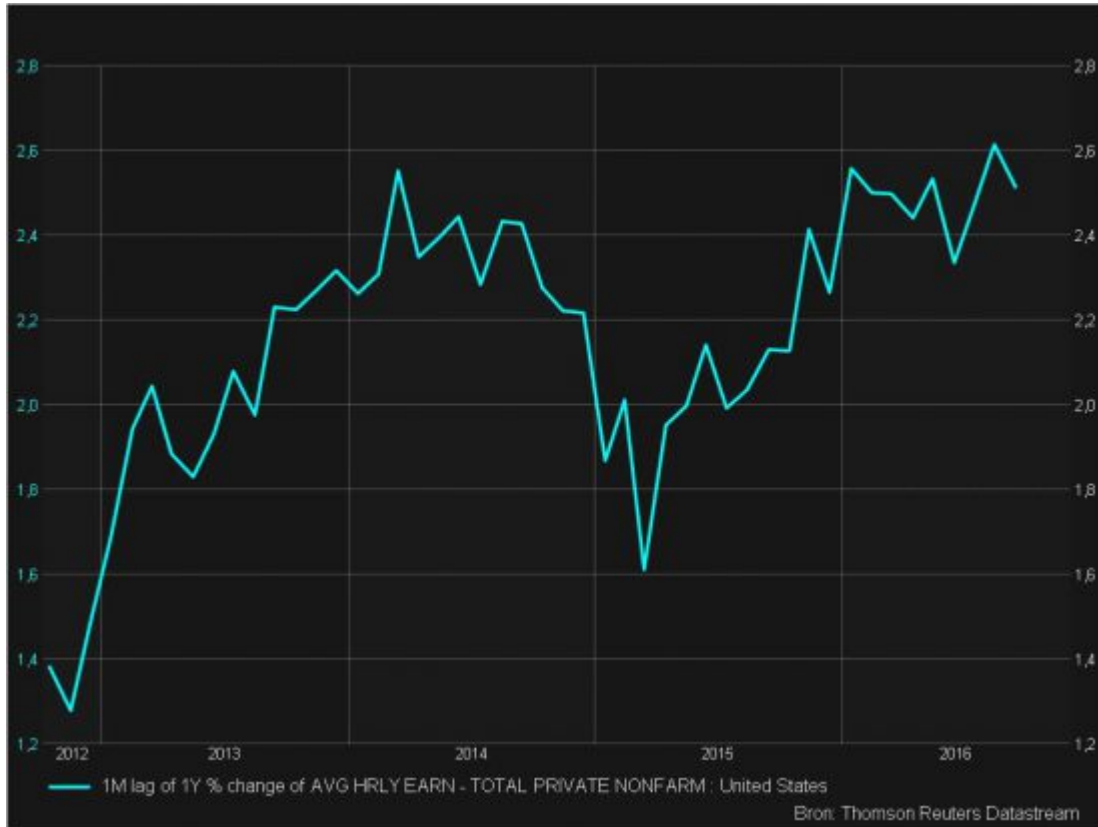
Hun opponenten hebben steevast een zeer herkenbare boeventronie en lijken inzake intelligentie aangeworven te zijn op basis van dezelfde criteria als de militaire politie. Hannibal, de onmiskenbare leider van ons kwartet, werkt dan een doorwrocht plannetje uit om het onrecht ongedaan te maken maar dit lijkt telkens weer te mislukken. Maar op het moment dat je als kijker alle hoop hebt verloren, komt op het einde alles wonderwel tot een goed einde want het plan blijkt immers nog een geniale vondst te bevatten. De kolonel (de vermoedelijke rang van de genaamde Hannibal) spreekt op dat moment dan iedere keer dezelfde zin uit, die nu tot één van de 100 meest geliefde quotes uit de Hollywoodfabrieken wordt gerekend: *I love it when a plan comes together...*

En oh ja: de militaire politie komt ook nog aandraven met loeiende sirenes, maar is telkens een kwartiertje te laat.

Kijk, zoiets vinden wij fijn want dit geeft treffend weer hoe de verhaallijn van een gemiddelde dag, maand of jaar van een professioneel analist op de financiële markten zich altijd weer opnieuw ontwikkelt.

De stijging van de Amerikaanse beleidsrente met 25 basispunten die in december van 2015 werd afgekondigd, leek ons louter symbolisch en eerder van aard om de markten te kalmeren, maar de beurzen kozen in de eerste twee maanden een paniekerig pad uit vrees voor een ontaarding van het beleid van de centrale bank. Ons plan leek inderdaad hopeloos te mislukken tot bleek dat de voornaamste onruststoker (een lichte stijging van het groeiritme van de salarissen) slechts zeer tijdelijke anomalie betrof en de Amerikaanse beurzen, als vanouds, nieuwe recordhoogtes gingen opzoeken. De groei van de loonmassa bleef immers beperkt tot aanvaardbare niveaus die de noodzaak voor verdere rentestijgingen uitsloot. Ons plannetje klopte dus wel degelijk maar vereiste intussen de nodige karaktersterkte.

Grafiek 1: Stijgingsritme Amerikaanse loonmassa



Grafiek 2: Ontwikkeling S&P-index (return)



Door de beperkte druk die tot dusver uitging van de werkgelegenheidssituatie in de VS is de noodzaak tot een verdere verhoging van de beleidsrente afgenomen en werd de beslissing daaromtrent steeds verder uitgesteld in de tijd. Ook van de vergadering op 2 november wordt niet verwacht dat het FOMC zich geroepen zou voelen om het rentebeleid opwaarts bij te sturen. De vergadering van 14 december lijkt daarentegen wel een consensus te bevatten over een opwaartse bijstelling met 25 basispunten. Alleszins wordt hieraan momenteel een kans toegedicht van bijna tweederde. Dit zal opnieuw het doembeeld van de beursbewegingen na de vorige verhoging oproepen maar in principe zou van de financiële markten mogen worden verwacht dat ze zich geen tweede keer aan dezelfde steen stoten.

De ontwikkelingen op het arbeidsfront kunnen echter ongemeen heftig en soms erg onverwacht zijn. We balanceren alleszins op de grens van *full employment* waarbij verdere dalingen van de werkloosheid een inflatieversnellend effect kunnen hebben. Maar deze werkgelegenheidsstatistieken zijn erg erratisch en problematisch samengesteld zodat men nooit op één gepubliceerd cijfer mag betrouwen om hieruit conclusies te trekken. Het laatst gepubliceerde cijfer lijkt alleszins volledig in lijn met de verwachtingen te liggen.

De werkelijke toestand op de Amerikaanse arbeidsmarkt lijkt daarenboven systematisch te rooskleurig te worden voorgesteld. Maar de combinatie van scherpe dalingen in de *jobless claims*-cijfers (aanvragen om een werkloosheidsuitkering), toenemende werkgelegenheid en een verdere afname van het werkloosheidspercentage kunnen voor een tijdelijke schrikreactie zorgen. Nochtans maken we ons betrekkelijk weinig zorgen op dit vlak op de wat langere periode.

Grafiek 3: Jaarlijkse groei van de vacatures in de VS



De vacaturegroei (dat is de groei van de banen binnen enkele maanden) blijft immers ondermaats zodat echte spanningen zouden moeten uitblijven. Een verkiezingsoverwinning van Trump zou dit beeld echter (tijdelijk) verstoren. Zijn verkiezingsbelofte bestaat er immers in dat een groot aantal banen die “verloren” gingen aan China, Mexico of Vietnam gerecupereerd zullen worden. In een arbeidsmarkt die onmiskenbaar toch onder enige druk met een officieel werkloosheidspercentage dat zich onder het langetermijnevenwichtsniveau van de Fed bevindt, zal dit de inflatieverwachting en dus ook de LT-rente hoger drijven en hiermee uiteindelijk intern meer betrekkingen vernietigen dan er worden gerepatriceerd.

De huidige inflatiecijfers mogen daarenboven niet worden onderschat. Het groeiritme van de gemiddelde prijzen bedraagt nu reeds meer dan 2% wanneer deze worden uitgezuiverd voor voedings- en (vooral) energieprijzen.

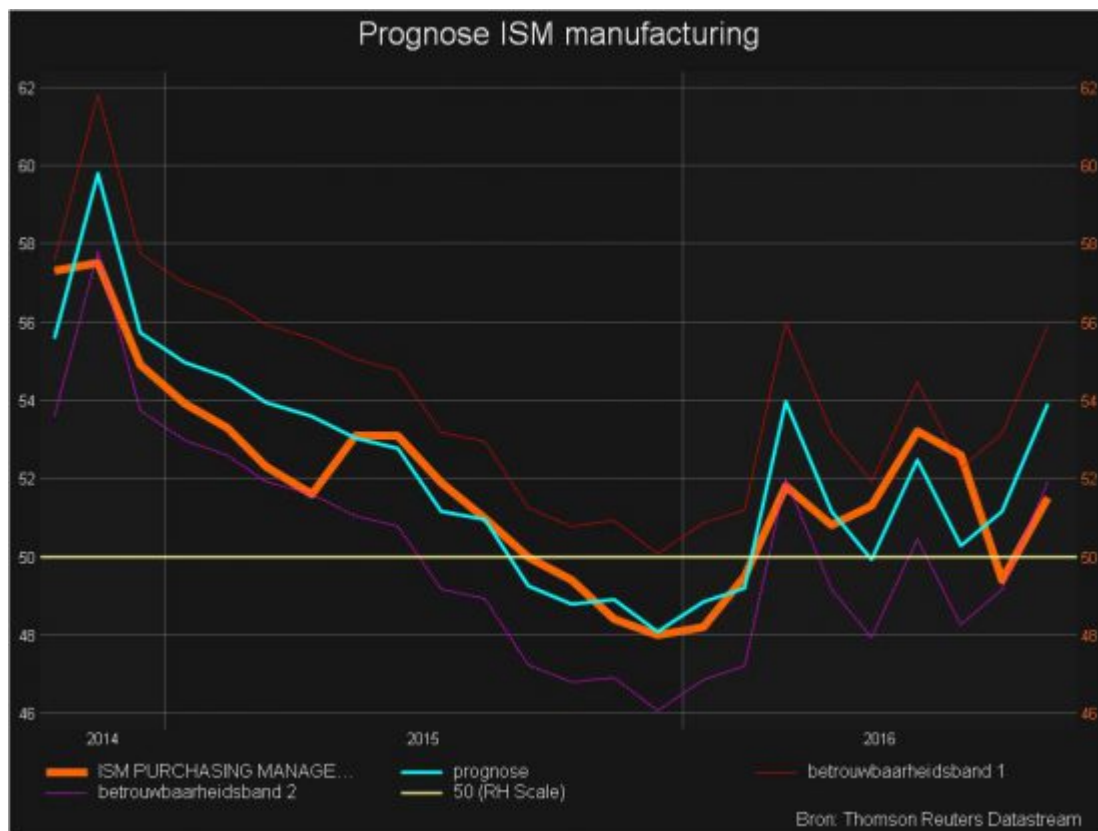
Grafiek 4: Kerninflatie en algemene inflatie cijfers in de VS



De tijdelijke terugval van de ISM-indicatoren, zowel wat betreft de industrie als de eens zo krachtig groeiende dienstensector, bleek de markten in het begin van september te verontrusten. Wellicht bleef de nervositeit nog wat uit dankzij de redenering dat de Fed hoe dan ook noch in september, noch in november de beleidsrente zou durven te verhogen, maar de twijfel begon opnieuw te knagen en voorspellingen over een nakende recessie kwamen opnieuw in de schijnwerpers.

Onze analyse was echter helemaal anders, maar werd net zoals onze eerder genoemde protagonisten opnieuw op de proef gesteld. Onze analyse wees echter in de richting van een louter tijdelijke terugval van het ISM-cijfer dat hooguit in verband kon worden gebracht met een terugval van de bovenkant van onze prognose naar de onderkant. In de statistiek noemen we dat (betekenisloze) ruis. Het recente cijfer bevestigt echter onze prognose ten volle en het pad van de Amerikaanse conjunctuur volgt gewoon verder het opwaartse kanaal dat we via onze analyse voor de industrie in de VS hebben uitgegraven.

Grafiek 5: Prognose ISM cijfers en actuele invulling van de ISM voor de industrie in de VS

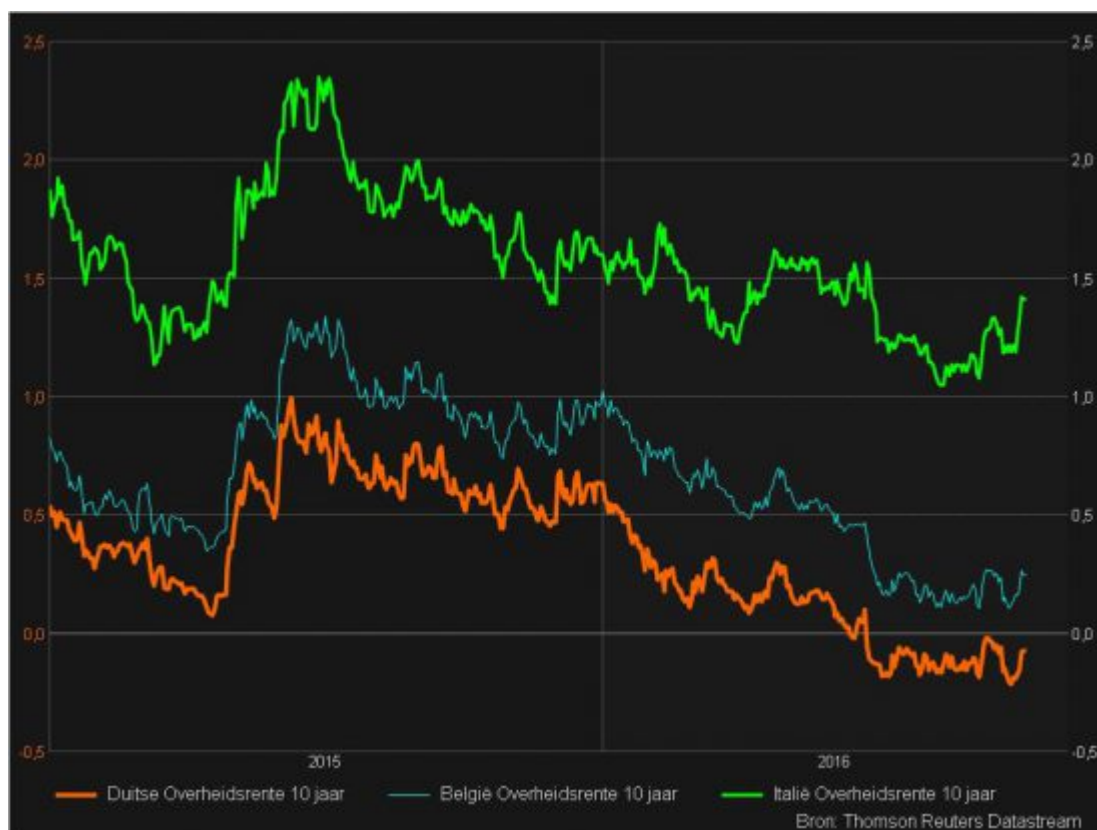


Maar het pad is wel degelijk opwaarts gericht, met (licht) toenemende inflatiecijfers, de olieprijs die zijn evenwichtsniveau rond de \$ 50 (alleszins tijdelijk) lijkt te hebben en met een werkloosheidscijfer dat op de rand van loonversnellende niveaus lijkt te balanceren is een lichte stijging van de Amerikaanse LT-rente niet uitgesloten. Deze renteniveaus zijn immers meegezogen in de trendbeweging van de Europese (en Japanse) rente.

Maar ook in Europa is een zeer licht opwaarts trend zichtbaar nu de ECB-voorzitter er voorzichtig op heeft gehint om de opportuniteit van de extreem negatieve rentesituatie te gaan onderzoeken in het perspectief van de rendabiliteit van de Europese banksector.

Een destabilisatie van de Europese financiële sector kunnen we immers missen als kiespijn. Maar op dat vlak moet voorzitter Draghi zich nog geen zorgen maken. Het financiële systeem lijkt volgens de meeste indicatoren voldoende robuust maar nu merken een aantal grootbanken dat het laag hangende fruit op de interbancaire markten volledig weg is terwijl ze nog steeds niet de nodige kostenbesparingen hebben doorgevoerd om in een dergelijk Spartaans klimaat voldoende rentabiliteit te kweken om hun hongerige aandeelhouders te kunnen plezieren. Maar de situatie met negatieve KT-rente heeft nu al lang genoeg geduurd zonder de nodige kredietgroei te kunnen realiseren, zodat men de afweging moet maken of er hierdoor geen onevenwichten in het financiële systeem aan het sluipen zijn. Voor een goed begrip: Vooralsnog vormt dit geen probleem. Ook volgens onze prognosemodellen bevindt de Duitse (en Belgische rente) zich aan de onderkant of zelfs lager en is een lichte opvering eerder waarschijnlijk dan een verdere daling. Ook de Italiaanse politieke situatie begint wat zorgen te baren. Het lijkt erop dat premier Renzi zijn hand wel eens overspeeld zou kunnen hebben maar er moet nog heel wat water langs de kusten van het schiereiland stromen vooraleer we hier zekerheid over hebben, zodat paniekerige reacties (zoals steeds en zeker ook hier) ongepast zijn.

Grafiek 6: Overheidsrente 10 jaar in Italië , België en Duitsland

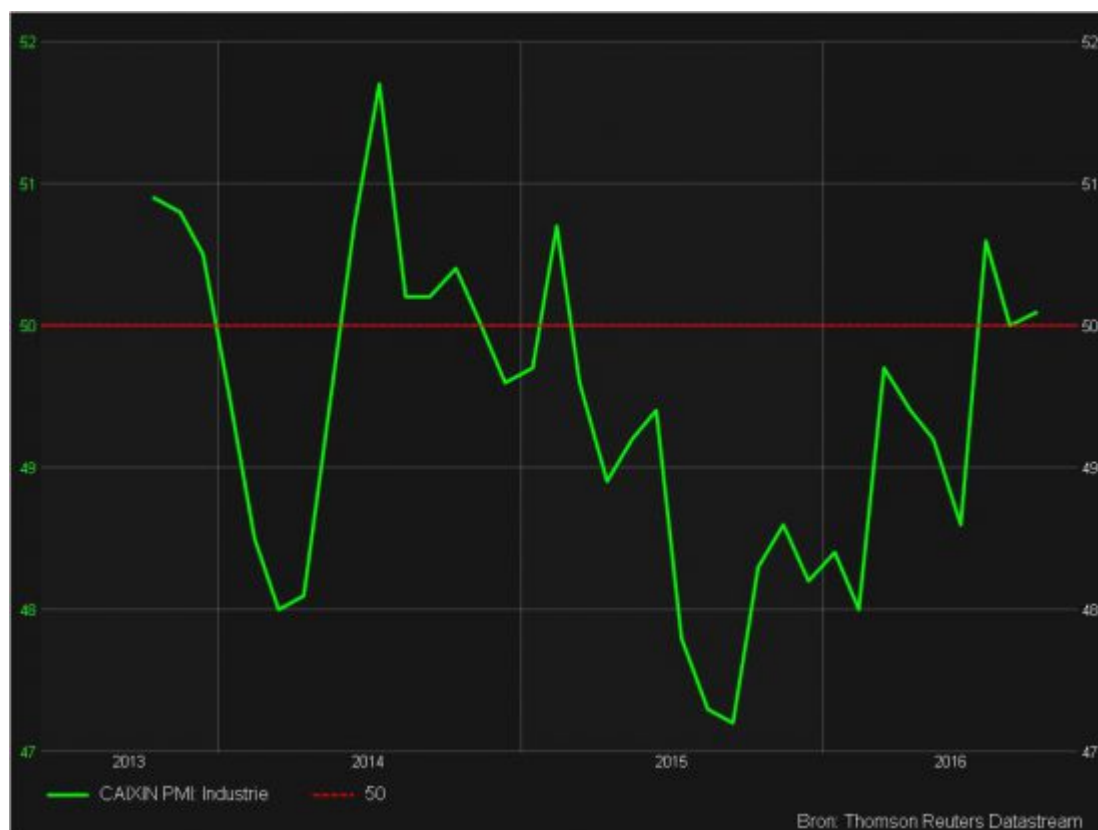


Het klassieke patroon dat in het wederwaren van onze jeugdhelden kon worden ontwaard, heeft intussen ook de economie van de Rode Reus bereikt. Ons planetje was nochtans uitgekookt en doordrongen van geniale vondsten ...

De Chinese economie moest immers een lager groeipad kiezen om niet, om de welgekende demografische redenen, tegen een muur te botsten die dreigt te worden opgemetseld met arbeidstekorten en opstoten van inflatie. De terechte afkoeling van de roodgloeiende Chinese industrie was meer dan terecht maar goed voorbereid. Toch sloeg de beleggerskudde in augustus op hol toen de Caixin PMI-indicator deze neerwaartse bijsturingen in zijn prognose verwerkte. De daaropvolgende dalingen op de Westerse beurzen (met een opening van ondermeer de Nasdaq die 10% lager ging) verdienden alleen het predicaat onvolwassen.

Maar naar goede gewoonte herstelde de situatie relatief snel en klom de PMI-indicator terug naar boven volgens het lagere (maar positieve) groeicijfer dat de Chinese Overheid had uitgestippeld.

Grafiek 7 : Evolutie van de Caixin conjunctuurindicator Chinese Industrie

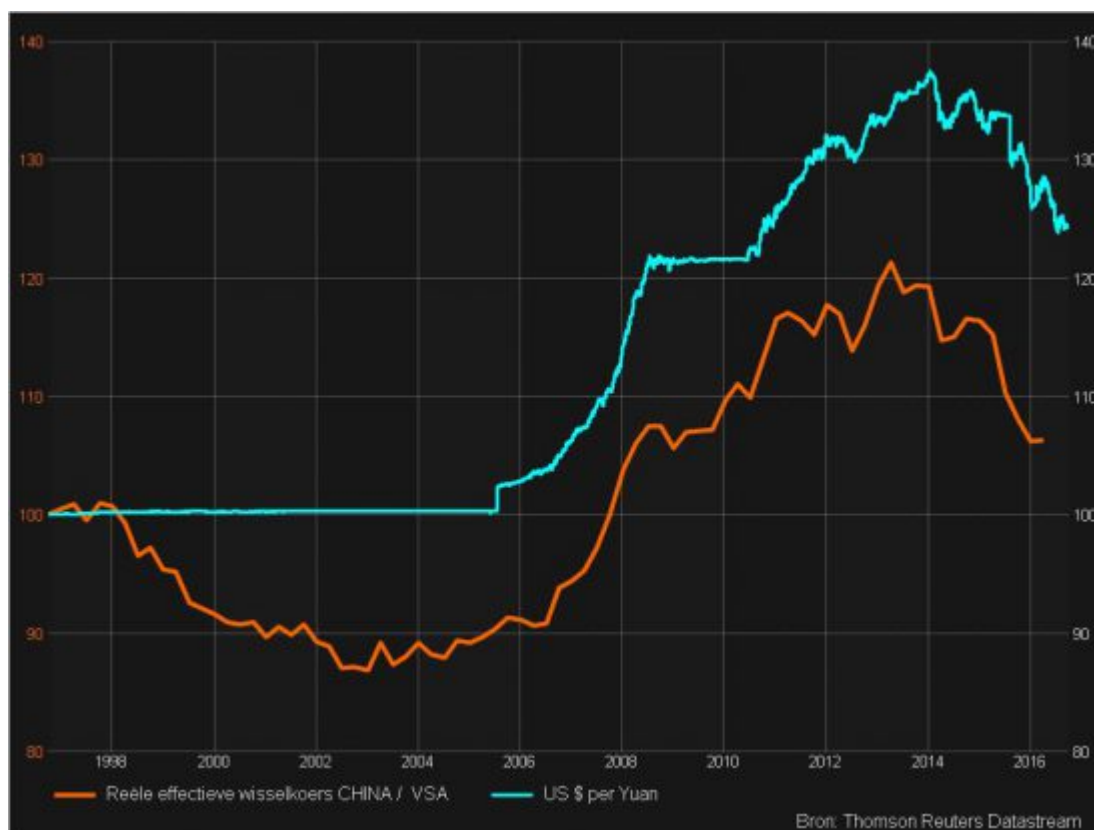


De paniekerige reactie werd medio augustus nog kracht bijgezet door het inzetten van de daling van de yuan-koers ten opzichte van de dollar en de euro. Deze zeer geleidelijke depreciatie mocht echter niet als een verrassing gekomen zijn, maar blijkbaar maken heel wat analisten hun huiswerk niet. China had immers zijn laatste stappen gezet in het acceptatieproces als reservemunt van het IMF. Eén van de laatste voorwaarden hiertoe betrof de geleidelijke aanpassing van de waarde van de (officieel bepaalde) yuan aan zijn werkelijke waarde op de wisselmarkten.

Deze adaptatie is intussen gebeurd, waarmee tegelijk ook de competitiviteit van China zich heeft hersteld op de niveaus van voor 2008. De sterke waardestijging van de Yuan werd de Chinese overheid destijds nog ingefluisterd als een ideale methode om haar industrie te verplichten zich om te vormen naar hoogkwalitatieve producten met hogere marges, naar Duits model. Maar dat beleid werkte duidelijk niet want het duwde de Chinese reële effectieve wisselkoers mee naar boven. Of in mensentaal gesteld: de stijging van de nominale wisselkoers werd onvoldoende gecompenseerd door verbeteringen in de productiviteit waardoor China steeds meer aan competitiviteit verloor en zijn plaats op de wereldmarkten (terecht) bedreigd zag.

Grafiek 8: Yuan-wisselkoers t.o.v. de US dollar en de reële effectieve wisselkoers van China





De wisselkoersaanpassing was dus volstrekt verantwoord en met veel kennis van zaken geleidelijk doorgevoerd. Geen spoor dus van de paniekerige reactie die de markten destijds vermoedden. Voor het geval u het gemist zou hebben: de yuan is per 1 oktober opgenomen in het selectieve clubje van reservemunt en kan nu trekkingsrechten gaan gebruiken indien nodig, zijn schuldpositie beter verantwoorden en zijn olie (en andere grondstoffen) in de eigen munt betalen, zodat ook minder dollars, euro's en yens als reserve moeten worden aangehouden.

When a plan comes together ... (maar in het Chinees)

Wij blijven intussen aandelen licht overwegen, die nu volstrekt in evenwicht zijn met de voorgestelde posities die uit onze modellen kunnen worden afgeleid. Deze laatste zijn berekend op basis van verwachte rentebewegingen, risicopremies, volatiliteit en kansen op extreme schokken.

Op de aandelenmarkten behouden de VS en Europa hun overgewichten maar dit wordt steeds nadrukkelijk ingevuld op basis van keuzes die afwijken van de algemene indices. Zowel individuele keuzes (op basis van onze interne waarderingmodellen) als specifieke thematische keuzes blijven onze expliciete voorkeur genieten. Veiligheid, India, farma&biotech, water en specifieke technologie, in combinatie met vergrijzing blijven het merendeel van onze aandacht opeisen.

In het obligatiesegment zoeken we nadrukkelijk naar overheidsobligaties in sommige groei landen maar vooral eurozone-obligaties uit Spanje en Ierland aangevuld met Polen. Onze posities in Italiaanse obligaties worden momenteel niet verder aangevuld tot er weer wat klaarheid komt in de politieke ontwikkelingen.

Intussen kabelen onze profielfondsen rustig verder volgens het uitgestippelde traject, weliswaar met wat tussentijds drama. Maar die plot kent u intussen. *We love it when a plan comes together.*

Grafiek 9: Evolutie van de Profiefondsen vergeleken met een rendementslijn van respectievelijk 3,5%; 6% en 8%

