

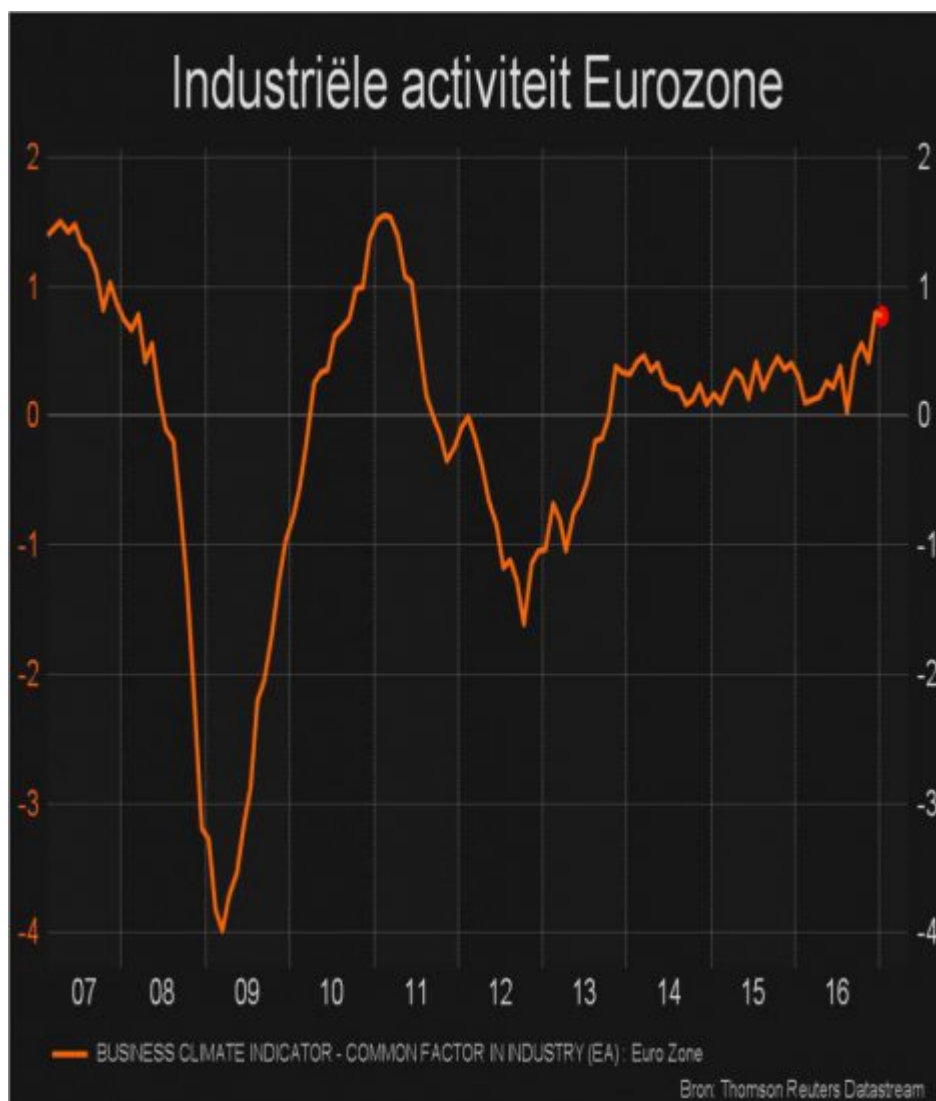
Er waren eens een Italiaan, een Duitser en een Belg ...

Meestal is dit de aanvangszin van een ranzige grap, gebaseerd op simplistische karikaturen. Maar u hoeft dit bij ons niet te vrezzen. We voeren dit soort burleske humor niet op. Daarenboven zouden we u een ellenlange lijst van Europese landen moeten opsommen want alle inwoners van de lidstaten van de EU figureren in ons onderhavige verhaal.

Na herhaaldelijk de ogen te hebben uitgewreven, kwamen we stilaan onze verbazing te boven. Het nieuwste economische rapport over de verwachte evolutie van de economische activiteit in de Europese Unie voorspelt immers positieve cijfers voor *alle* lidstaten van de EU, met een gemiddeld jaarlijkse groeiritme van 1,8% voor de komende twee jaren.

De gemiddelde groei in de eurozone wordt verwacht op 1,6 % (2017) en 1,8% (2018). De werkloosheid blijft echter het overduidelijke pijnpunt van de Europese economie, weliswaar terugvallend tot 9,6% en 9,1% in eurozone maar dat is nog steeds beschamend hoog na de heroïsche inspanningen van de ECB. De afschuwwekkend hoge werkloosheidscijfers in Griekenland (meer dan 20%), Spanje (17%) en Italië (11%) vormen een schril contrast met Duitsland (4,1%) en ook Nederland dat onder de 5% zal duiken. Toch zijn er ook de opvallend goede prestaties van een aantal nieuwkomers uit het voormalige Oostblok met Tsjechië (onder de 4%, zowaar), Polen (onder de 5%) en (onverwacht) Hongarije dat in richting van 4,5% evolueert, weliswaar met een inflatie die boven 3% dreigt te eindigen, in tegenstelling tot de twee eerstgenoemde waar inflatie netjes in de buurt van 2% blijft.

Grafiek 1: Huidige stand conjunctuur eurozone



Opvallende uitschieters inzake economische heropbouw hierbij, worden gevormd door de respectievelijke reële groeicijfers van 2,7% (2017) en 3,1% (2018) voor Griekenland en 3,4%(2017) en 3,3% (2018) voor Ierland. Dit zijn weliswaar niet bepaald de grootste economische gewichten in de EU-zone maar toch erg indicatief voor het herstel want het betreft hier precies twee van de zwaarst getroffen rampgebieden na het debacle van 2008 en 2011. De zwakste groeicijfers komen uit Italië met een gemiddelde verwachting van 1% voor volgende twee jaren.

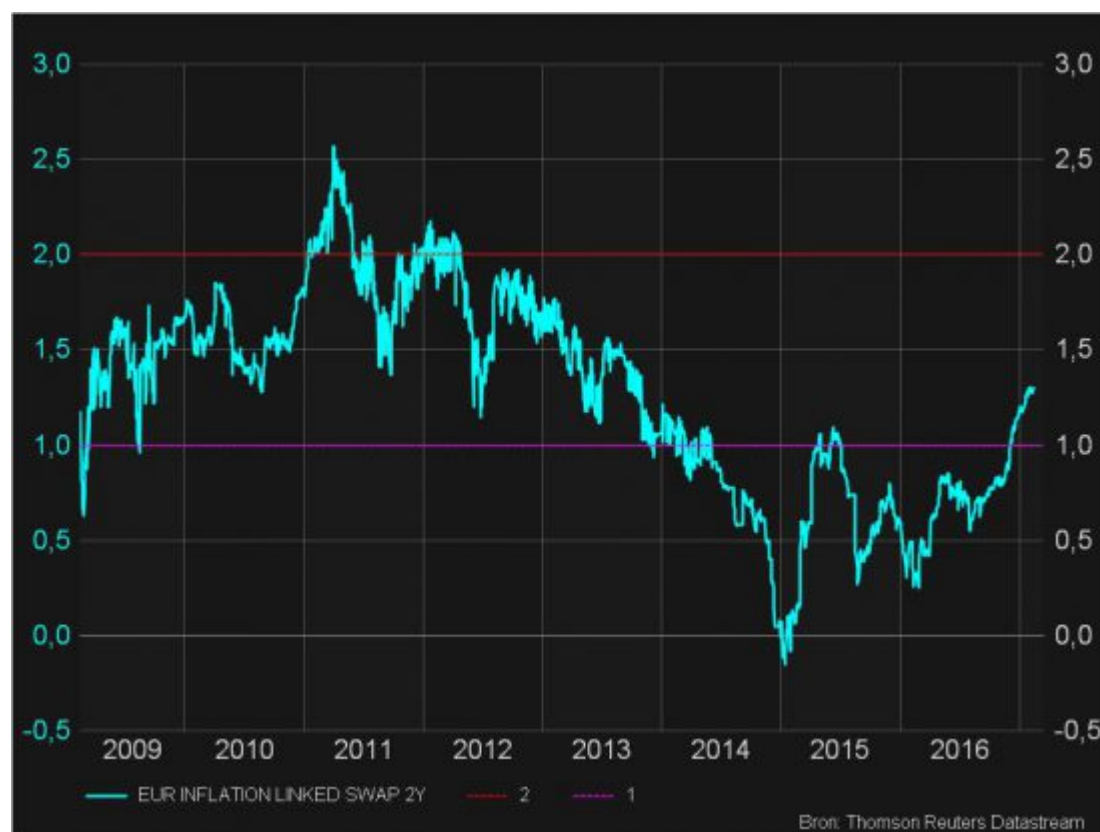
Toch even ter vergelijking: In hetzelfde rapport scoren de Verenigde Staten inzake economische groei voor 2017 en 2018 rond 2,2% (hetgeen volgens onze bescheiden mening een manifeste onderschatting is) en zou de economie van de Grote Rode Reus over deze periode gemiddeld aangroeien met een jaarlijks ritme van 6,3%. Dat is iets lager dan het huidige tempo van 6,7%. U herinnert zich wellicht de gespecialiseerde analisten die u vorig jaar nog een recessie voorspelden ...

De huidige Chinese groeicijfers lijken ons weliswaar realistisch maar moeten hoe dan ook in het komende decennium verder worden afgezwakt om het tempo van de economie beter te kunnen afstemmen op de verwachte demografische ontwikkeling en dient hierbij het herstructureringsproces te worden verder gezet waarbij wordt afgestapt van bulkproductie tegen lage lonen en er meer focus wordt gelegd op productie met hogere winstmarges, dienstenactiviteiten en interne consumptie.

Maar terug naar Europa. Ook het saldo van de lopende rekening van de meeste landen zal met zwarte inkt geschreven worden, behoudens een licht verlies voor Griekenland (-0,6%) en twee van de Baltische staten, maar hét zorgenkind op dit vlak blijft Frankrijk met een substantieel tekort van 2,6% van zijn BBP. Dit cijfer staat in sterk contrast met de ontzagwekkende overschotten die Duitsland en Nederland weten te realiseren met respectievelijk 8,3% en 7,0% van het BBP (ook al dient het cijfer traditioneel wat te worden gecorrigeerd voor de substantiële havenactiviteit en gasindustrie in Nederland).

Indien u bij al deze positieve groeicijfers vreest dat tegelijkertijd ook de inflatievooruitzichten sterk zouden zijn opgelopen, dan vergist u zich (alleszins tot nu toe). De kerninflatie in de eurozone zou slechts oplopen tot 1,7% in 2017 en nadien zelfs afnemen tot 1,4% in 2018. Voor totale EU zone wordt 1,8% en 1,7% verwacht voor de volgende jaren.

Grafiek 2: Inflatieverwachting binnen 2 jaar in de Eurozone



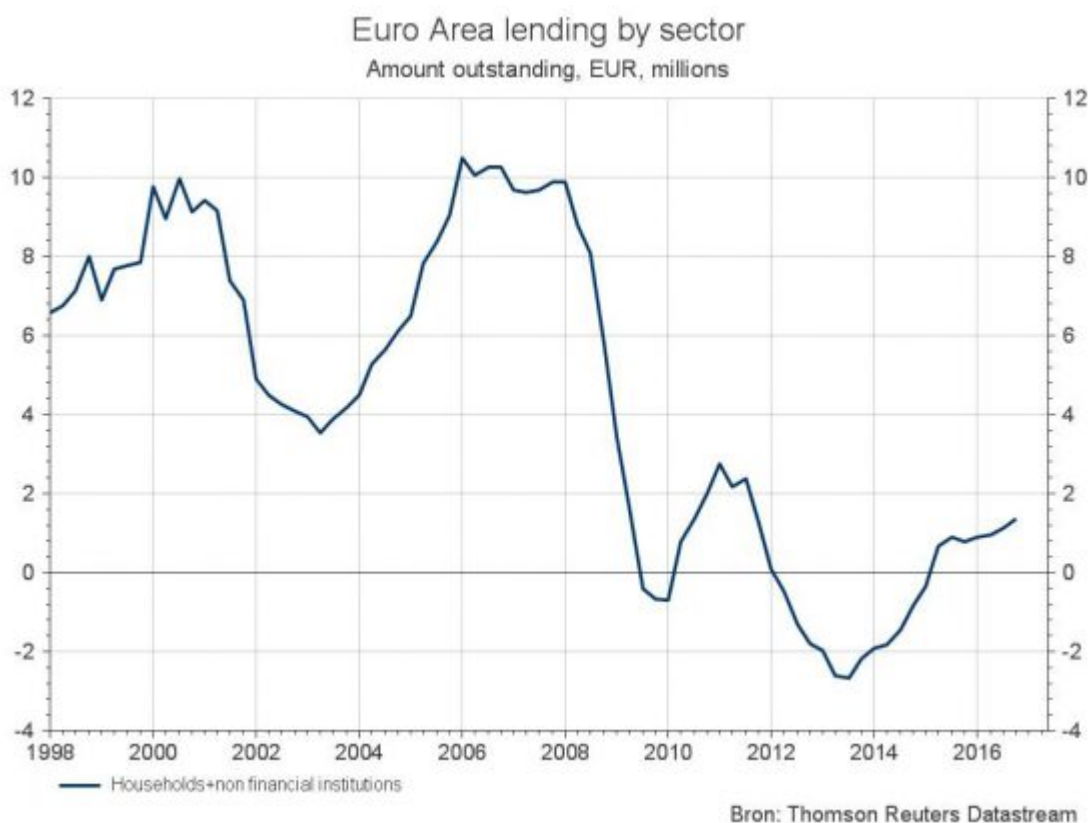
Geen reden dus voor paniek op het rentefront: De wat hogere LT-rente, zoals we in de afgelopen maanden hebben moeten ondergaan, wordt snel terug in het gareel gebracht door de beperkte vrees voor inflatie en de overschotten aan liquiditeiten op de balansen van institutionele beleggers zoals banken en verzekeringsbedrijven, die snel tevreden zijn met de wat hogere, geboden rendementen en vandaar opnieuw zullen beginnen te investeren na een bescheiden opstoot van de LT-rente.

Vermits het objectief van de inflatiedoelstelling grotendeels bereikt is, kan de ECB haar *quantitative easing* programma echter geleidelijk terugschroeven, wat voor een beperkte maar blijvende opwaartse druk zal zorgen zodat we de looptijden van Europese overheidsobligaties in onze portefeuilles eveneens geleidelijk terugdringen tot een maximum van 5 à 6 jaar.

De doelstelling inzake *kredietgroei* ligt echter nog niet in het vizier. Het uitverkoren beleidsinstrument hiervoor is de KT-rente waarmee het gedrag van de banken op zeer rechtstreekse wijze kan worden beïnvloed. De KT-rente zal vandaar laag

blijven met een volgehouden negatieve beleidsrente om zodoende de banken te verplichten tot meer en soepelere kredietverstrekking. De verwachte economische groei blijft immers teveel gesteund op private bestedingen en te weinig op investeringsgroei (en voor dit laatste is nu eenmaal vlotte kredietverstrekking nodig).

Grafiek 3: Kredietgroei bij particulieren en niet-financiële instellingen in de eurozone



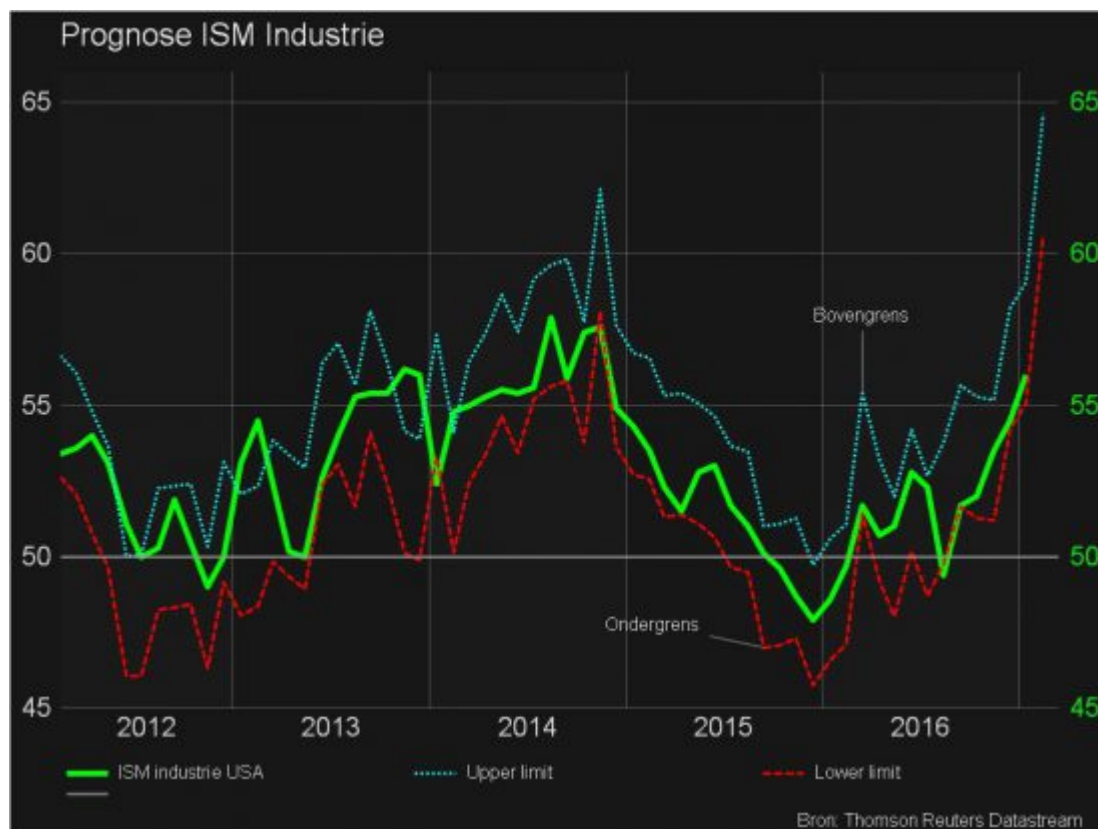
Ook in de Verenigde Staten zet de economische opmars zich verder, zowel in de industriële als de dienstensector met werkloosheidscijfers die zich momenteel ergens rond het natuurlijke werkloosheidsniveau situeren. Op een gegeven moment moet dit zich vertalen in een versnelling van de looninflatie. De kunst bestaat erin om op deze verwachte opstoot van inflatie tijdig te anticiperen met een doortastende verhoging van de beleidsrente zonder de economie onnodig snel af te koelen en hiermee een recessie te veroorzaken (zoals dit bijvoorbeeld gebeurde in 1937). Te lang wachten om de beleidsrente op te trekken, heeft een nog dramatischer impact, zoals bleek in 1969 (gevolgd door een inflatie-tsunami) en 2005 (met de vastgoedcrisis tot gevolg omdat Greenspan de zaken te lang op hun beloop had gelopen en de loonspiraal nadien moest afstoppen met een schier eindeloze reeks verhogingen van de beleidsrente).

Tot nu toe weet de huidige Voorzitter van de Amerikaanse central bank op voortreffelijke wijze te anticiperen op de economische omgeving. Toen in de vorige jaren er al tal van Fed-Gouverneurs opriepen om de KT-rente drastisch op te trekken, beperkte Yellen zich tot een eerder sporadische verhoging van telkens 25 basispunten in december 2015 en 2016. Maar de laatste commentaren van de Fed-voorzitter klinken wat meer *hawkish* waarbij zelfs een niet mis te verstane hint werd gegeven dat de volgende verhoging van de beleidsrente er misschien zelfs al in maart zat aan te komen. We kunnen deze commentaar maar al te goed begrijpen. De financiële markten geven immers momenteel slechts een kans van 22% aan renteverhoging in maart (maar geven hieraan wel een kans van 50% en 75% in respectievelijk mei en juni).

Maar Mevrouw Yellen en wij delen een geheim. Wij hebben immers een voorspellend model op het komende (en sterk bepalende) ISM-rapport en dat oogt bijzonder sterk. Indien deze prognose op 1 maart wordt bevestigd en vlak nadien

aanleiding geeft tot een toename van het ritme van de salariscroei in de Amerikaanse industrie en dienstensectoren, dan wenst de centrale bank een slag om de arm te hebben om de rente snel op te trekken zonder dat dit op een paniecreactie zou lijken. Vandaar nu al een subtiele maar niet mis te verstane hint in de richting van een mogelijke verhoging van de beleidsrente op 15 maart. Wij zouden hetzelfde gedaan hebben.

Grafiek 4: Voorspelling van komende ISM cijfer (index Amerikaanse aankoopdirecteuren)



Ons voorspellingsmodel op de ISM-indicator (die op zich reeds een voorspelling is ...) duidt op een verdere, krachtige opstoot van de industriële conjunctuur. De aankoopdirecteuren zien het dus duidelijk wel zitten. Het herstel van het groeiritme in China en het herstel van de grondstoffenprijzen ondersteunen hun optimisme. Binnen de grondstoffenprijzen zijn wij vooral geïnteresseerd in het gedrag van de koperprijzen omdat deze een belangrijk - en in dit geval onmiskenbaar positief - signaal inhouden over de gang van zaken in de groeielanden.

Grafiek 5: Evolutie koperprijs in US\$ (linkeras) en evolutie beursindices groeielanden in US\$ (rechteras)



Toch besluit ons één donkere gedachte: De *flight to quality* premie (hier gemeten als het verschil tussen de Europese en Duitse overheidsrente op 2 jaar) loopt immers steeds verder op en bevindt zich nu ergens op het niveau van medio 2012. Hiervoor is er geen directe economische of financiële reden (tenzij de oelopende spanningen tussen Griekenland en het IMF). Kan het zijn dat de komende verkiezingen in Frankrijk, Nederland en Duitsland de financiële markten nu al verontrusten? Het anti-Europese discours van de populistische kandidaten doet alleszins tijdelijk geen goed aan het sentiment maar we gaan ervan uit dat zelfs bij een overwinning van deze politieke figuren er weliswaar een striemende kritiek in de richting van de Europese regeldrift zal ontstaan maar dat er geen gevaar bestaat in de richting van de eurozone-constructie.

De economische onderstroom, met een verwachte toename van de bedrijfsresultaten, (slechts) licht hogere LT-rente en relatief lage KT-rente, lijkt ons veel meer bepalend voor het toekomstige gedrag van de Europese beurzen. De conjuncturele opstoot in de VS verplicht ons tot een verdere verschuiving van onze posities in de richting van industriële bedrijven, terwijl de signalen uit de groei landen een positief toekomstbeeld toelaten. Posities in obligaties worden verder (lichtjes) afgebouwd, in combinatie met een geleidelijke looptijdverkorting om toe te laten de posities in zowel Europese aandelen, Amerikaanse industriële waarden en groei landen te verhogen.

Allemaal?