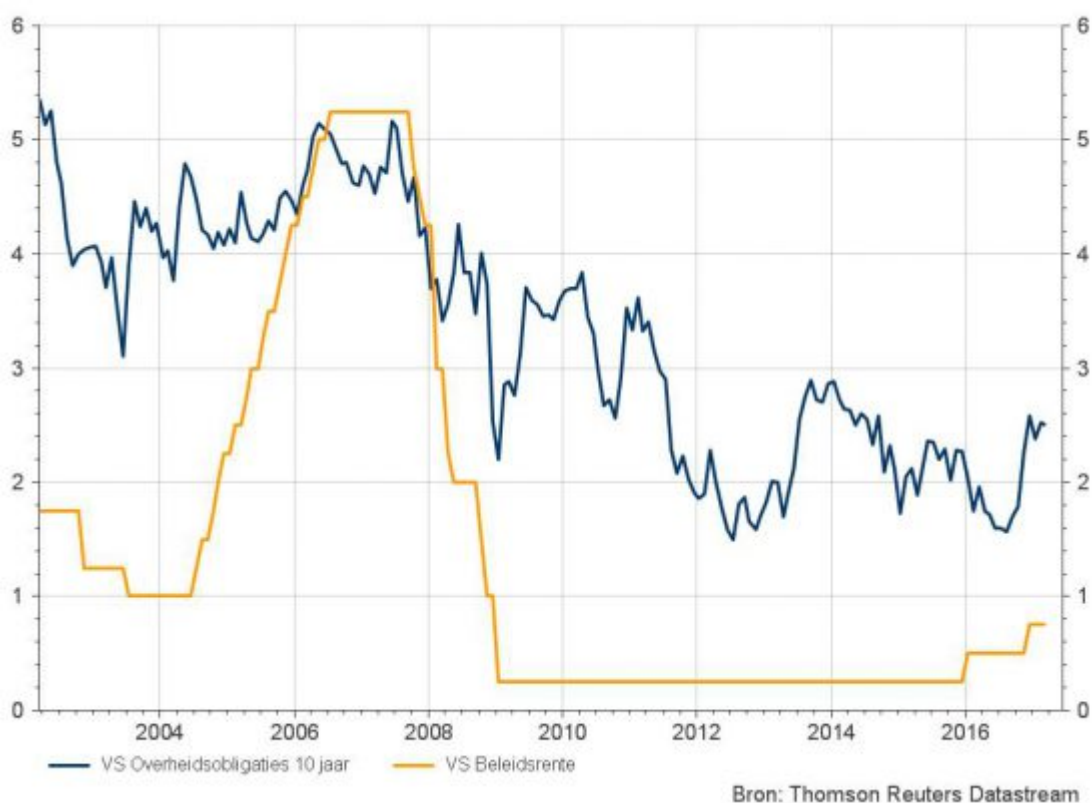


Er is er ten minste één die doet wat moet en dit op het gepaste moment en in de juiste proportie met een doortastende impact op het financieel-economische gebeuren, zonder gepoch of onnodige poeha. En dat alles voor een jaarsalaris, net beneden 200.000 euro.

De Amerikaanse beleidsrente moest (opnieuw) hoger en dat gebeurde dan ook, maar niet voordat tijdig de gepaste signalen werden uitgestuurd over de beoogde stap in het beleid van de Amerikaanse centrale bank zodat iedere marktparticipant de nodige tijd kon vinden om zich aan te passen. Fed-Voorzitter Yellen wist de financiële markten vervolgens opnieuw verregaand te charmeren met haar analytische en loepzuivere duiding over het hoe en waarom van deze renteverhoging, die precies past in het vooraf uitgestippelde beleid en - bij de verdere realisatie van de voorziene economische groei - dit jaar nog gevolgd zal worden door een verdere opwaartse aanpassing in juni en november, telkens met 25 basispunten.

*Just what the doctor ordered ...* om de LT-rente in het gareel en de economie uit de oververhittingszone te houden, de bedrijfswinsten rustig hoger te laten evolueren en de aandelenbeurs op zoek te laten gaan naar een nieuwe recordhoogte.

Grafiek 1: Beleidsrente en LT-rente in de VS

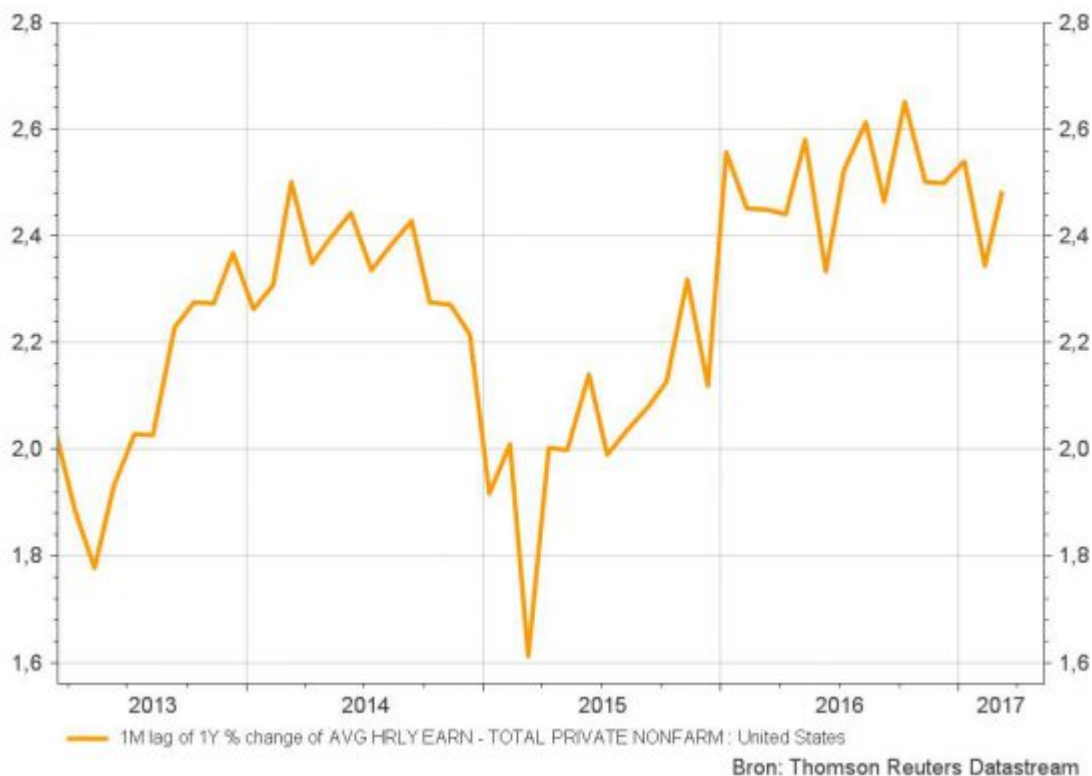


De beleidsrente moest vooral hoger om het tarief meer in evenwicht te brengen met de conjunctuurparameters die steeds nadrukkelijker beginnen te wijzen op een nakende substantiële conjuncturele opstoot. Gelet op de relatief lage werkloosheidscijfers in de VS (die weliswaar maar een deel van de waarheid vertellen) neemt het inherente risico op looninflatie immers geleidelijk toe en is het zaak om via tijdige monetaire beleidsmaatregelen de ontwikkeling van de salariscijfers binnen redelijke perken te houden.

Dit lukt tot nu toe wonderwel goed, zodat de LT-rente ook geen bruske opwaartse bewegingen hoeft door te maken en het ondernemingsklimaat stilaan op een hoogzomer begint te wijzen. Uit het recente werkgelegenheidscijfer bleek tevens

slechts een beperkte toename van het groeiritme van de loonmassa, zodat de Fed zonder tegenbericht bij haar oorspronkelijke en algemeen aanvaarde plannen kan blijven.

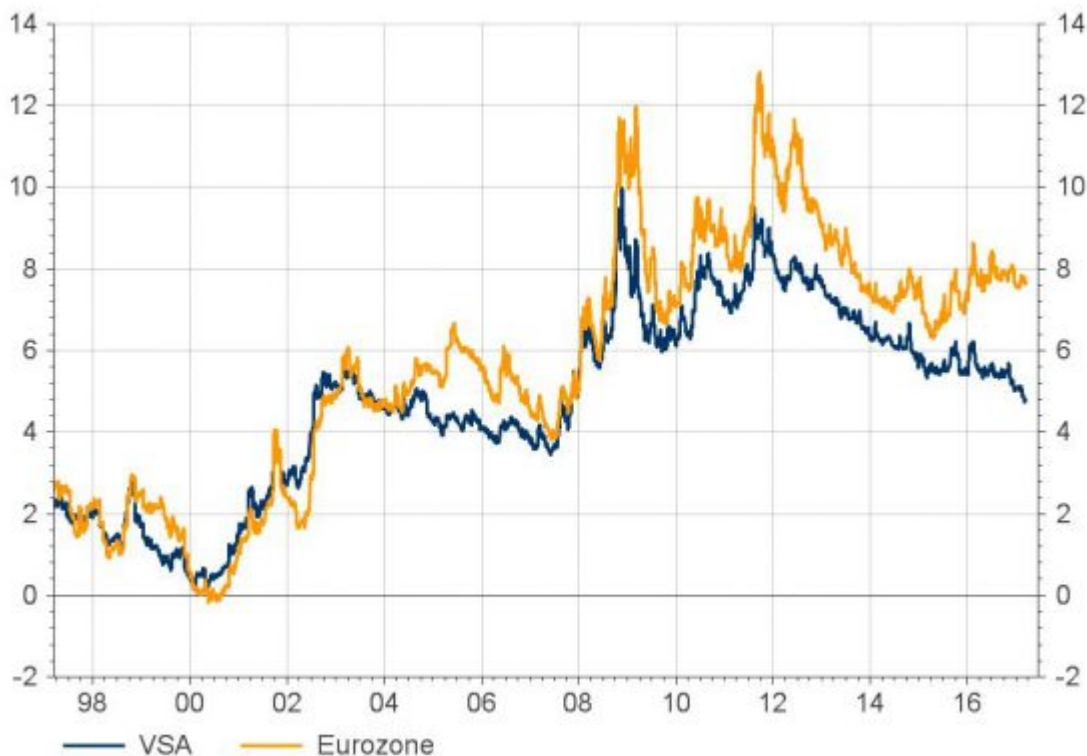
Grafiek 2: Groeiritme (%) van de Amerikaanse loonmassa



De aandelenbeurzen hadden een dergelijke ontwikkeling al een tijdje in de gaten en hebben in hun huidige koersniveaus de verwachte stijging van de bedrijfsresultaten - tegen een achtergrond van relatief stabiele LT-rente en inflatie - al ingecalculerd. Op zich is dat helemaal niet zo erg, maar dit betekent wel dat de verwachte risicopremie - dat is het stootkussen waar schokken, veroorzaakt door onvoorziene plotwendingen op het economische, financiële of politieke front - drastisch is afgenomen en ons niet meer dat royale comfort biedt waardoor we ons ingebakken optimisme in het verleden de vrije teugels lieten vieren.

De risicopremie op de Amerikaanse beurs bevindt zich nu ergens rond de niveaus van de periode 2004 tot 2007. Dit niveau blijft op zich ruimschoots voldoende om de verwachte volatiliteit te compenseren in de komende jaren, maar ook niet veel meer dan dat. Dat weerhoudt ons er echter niet van om nog steeds nadrukkelijk Amerikaanse aandelen op te zoeken, zij het dan vooral gericht op de industriële sectoren.

Grafiek 3: Verwachte risicopremie in de VS en Europa



Bron: Thomson Reuters Datastream

De evolutie van de Amerikaanse risicopremie contrasteert scherp met de Europese situatie. Op het oude continent blijft het wantrouwen in de economische toekomst nog steeds te groot om tot een koerse explosie te komen zoals die recent plaatsvond op Wall Street (en vooral op de NASDAQ-index). De nog steeds zeer hoge Europese risicopremie signaleert niet alleen het gebrek aan vertrouwen in de economische ontwikkelingen maar wordt vanzelfsprekend ook aangewakkerd door de verkiezingen in Nederland, Frankrijk, Duitsland en Italië. Een (eventuele) doorbraak van populistische partijen (op rechts of links) dreigt immers de politieke consensus te ondergraven die nodig is om de eurozone te stabiliseren.

Het scenario van een *NEXIT* hebben we nooit ernstig genomen. Nederland ligt immers in het hart van de EU en de eurozone, zodat een kleine rekenoefening volstaat om in te zien dat onze noorderbuur bijzonder veel op het spel dreigde te zetten door aan te sturen op een vertrek uit de eurozone. Het brexit-voorbeeld is vandaar absoluut niet van toepassing op Nederland (of Frankrijk). Een vertrek uit de EU verplicht de afvallige lidstaat immers ook tot het verlaten van de muntzone en dat vormt een bijzonder groot risico voor een relatief klein land dat in bijzondere mate is afgestemd op intra-Europese handel.

De positionering van de extreemrechtse partij was vandaar dan ook waarschijnlijk iets te *pittig* voor de nuchtere Nederlander. De onvrede over een aantal maatschappelijke aspecten is weliswaar dermate groot dat toch een substantieel deel van de bevolking op de populistische cadans mee wenst te marcheren, maar toch in (ruim) onvoldoende aantal. Verontrustend weliswaar maar niet bedreigend, zodat de financiële markten opgelucht adem haalden op de ochtend na de Nederlandse verkiezingen.

Hierbij werd dit verkiezingsresultaat zonder al te veel nuance geëxtrapoleerd naar de komende Franse verkiezingen. Maar dat gebeurt ons inziens enigszins ondoordacht. De economische situatie in Frankrijk is niet vergelijkbaar met Nederland, dat in de komende jaren een bemoedigende economische groei en een verdere verlaging van de werkloosheidsgraad tegemoet mag zien en binnen de EU geniet van het hoogste overschot op zijn lopende rekening (op het ongenaakbare

Duitsland na, natuurlijk). Frankrijk is anderzijds het enige eurozoneland met een substantieel tekort op de lopende rekening, de werkloosheid blijft erg koppig hoog en de maatschappelijke problemen hebben er sedert de weezinwekkende aanslagen in Parijs en Nice een totaal andere dimensie aangenomen.

Een verkiezingsoverwinning in de eerste ronde voor de extreem rechtse kandidaat zou ons dus niet verbazen, maar een overwinning na de tweede ronde lijkt vooralsnog onhaalbaar. Maar zelfs in dit onwaarschijnlijke geval lijkt de kans op een overwinning in een eventueel FREXIT-referendum dat nadien zou kunnen worden uitgelokt bijzonder klein.

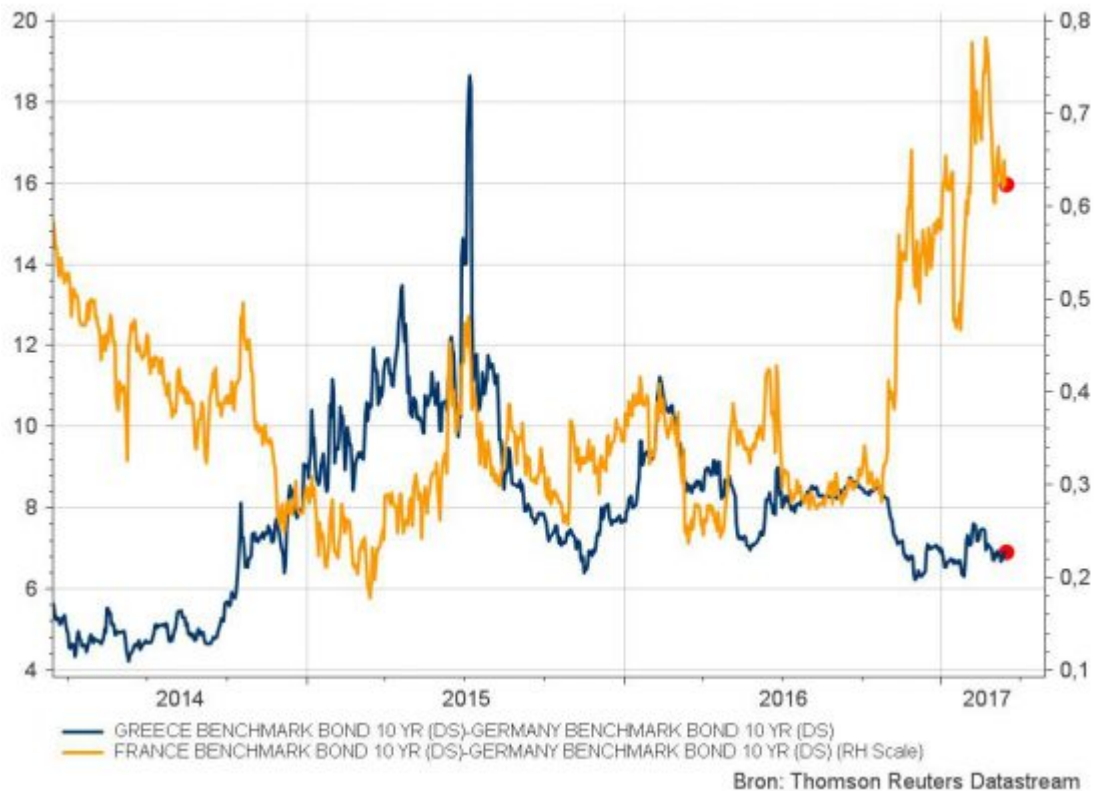
De onzekerheid hieromtrent blijft echter knagen aan het investeringsvertrouwen. De verkiezingsuitslag in Nederland laat immers meerdere interpretaties toe en Frankrijk dreigt hoe dan ook als een sterk verdeeld land achter te blijven.

Vanuit investeringsperspectief vormt de huidige context echter zeker geen onoverkomelijke hinderpaal. Een effectieve implosie van de eurozone vormt immers nog steeds geen realistisch scenario. Duitsland heeft enerzijds nog steeds te veel te verliezen bij een dergelijke ontwikkeling. Zeer lage LT-rente in combinatie met een relatief zwakke munt vormt immers een ideaal platform voor de export van Duitse kwaliteitsproducten, waardoor onze Oosterburen hun lopende rekening tot ongekende niveaus hebben zien oplopen.

De overige lidstaten hebben anderzijds weinig baat bij een exitstrategie en riskeren een fundamentele afstraffing op de financiële markten met torenhogere rente en inflatie en een diepe terugval van de koersen van hun overheidsobligaties die op hun beurt de lokale banken onder onhoudbare druk brengen.

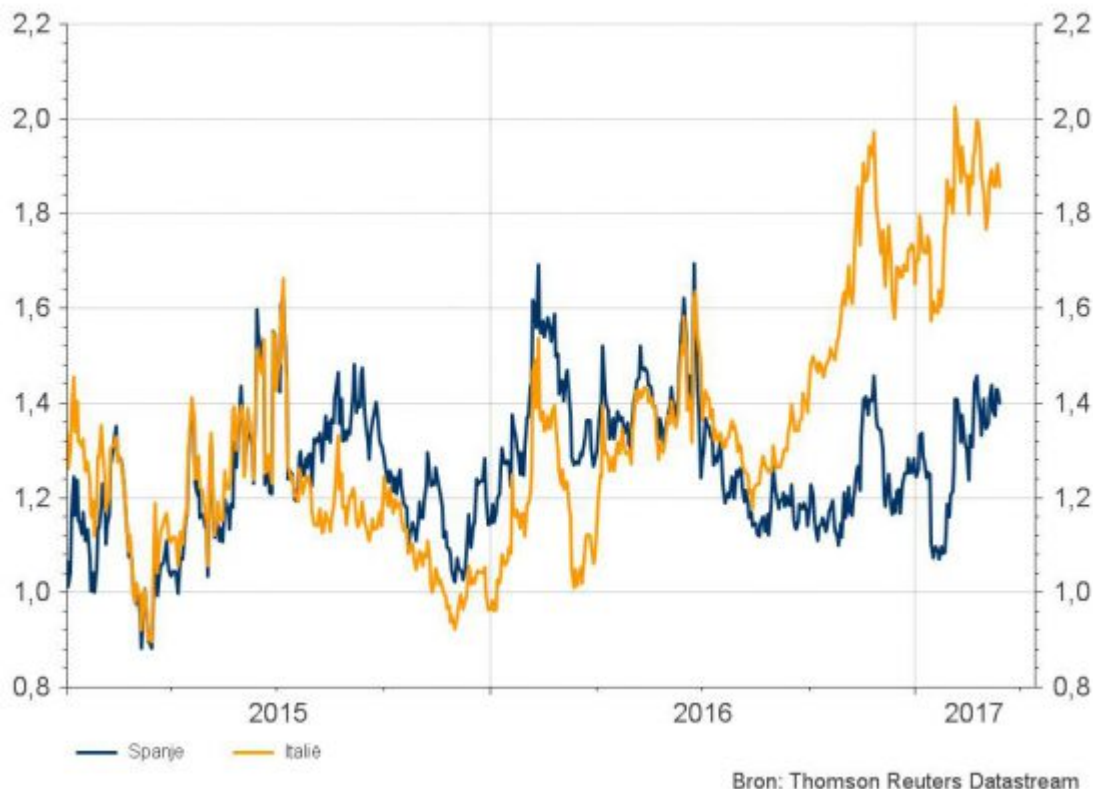
Vooralsnog kunnen we weinig objectieve parameters waarnemen die in de richting van een dergelijke ontwikkeling wijzen. De onderlinge renteversillen met Duitsland nemen zelfs geleidelijk terug wat af waarbij vooral de rentespread tussen Frankrijk en Duitsland met argusogen werd gevolgd. We blijven trouwens ook met aandacht het renteverkil met Griekenland nauwlettend in de gaten houden. In de extremen merk je immers het snelst een opkomende verandering (of waarom dacht u dat klimatologen zo graag de dikte van het poolijs opmeten?)

Grafiek 4a: Renteverkil van Frankrijk (rechteras) en Griekenland (linkeras) met Duitsland op overheidsobligaties met een looptijd van 10 jaar.



Beide indicaties geven geen alarmerend signaal (meer). Ook de renteversillen van respectievelijk Spanje en Italië wijzen niet op onhoudbare stress in de eurozone maar drukken wel de bezorgdheid uit over de begrotingstekorten in beide landen en specifiek wat betreft de schuldpositie en bancaire problemen in Italië.

Grafiek 4b: Rentever­schil Italië en Spanje met Duitsland op overheidsobligaties met een looptijd van 10 jaar



Maar een verkiezingsuitslag - links of rechts, hier of daar- is zelden van aard om onze investeringsopinie fundamenteel te beïnvloeden. Dat is ook nu niet het geval. De Europese economie is minder afhankelijk van politieke beslissingen dan van de specifieke monetaire impulsen die uitgaan van de ECB en de reactie hierop van het bedrijfsleven.

Met het *quantitative easing*-programma heeft de centrale bank in de afgelopen periode getracht om de verwachte inflatie terug in de richting van het gewenste niveau van 2 % te krijgen. Dat objectief lijkt gedeeltelijk geslaagd maar toch is het opvallend dat het verwachte inflatieniveau in de eurozone recentelijk terug begint af te nemen, hetgeen vandaar ook het opwaartse potentieel van de LT-rente beperkt houdt.

Grafiek 5: Verwachte inflatie eurozone op 1 en 5 jaar



Vandaar dat we ervoor geopteerd hebben om de looptijden van de Europese overheidsobligaties in onze portefeuilles slechts geleidelijk af te bouwen en geen abrupte indekkingpolitiek te volgen. De trend van de Europese LT-rentevoeten blijft echter onmiskenbaar naar hogere niveaus wijzen, zonder echter uit onze lange termijn prognose band te springen. Integendeel, de Europese 10 jaar nestelt zich netjes in het midden van het voorspelde kanaal.

Het tweede objectief van de ECB, met name een betekenisvolle versnelling van het groeiritme van toegestane kredieten, is echter nog lang niet in zicht.

Grafiek 6: Kredietgroei in de eurozone: particuliere en niet-gouvernementele sector



Vermits men deze doelstelling vooral tracht te bewerkstelligen door de korte termijnrente extreem laag (lees: negatief) te houden, is er vandaar nog geen enkele indicatie voor een toename van de interbancaire geldmarkttarieven en vandaar ook dat verhogingen van de spaarrente vooralsnog niet aan de orde zijn.

Grafiek 7: Europese interbancaire rente en beleidstarieven van de ECB ( Repo-rate en Depositorente)

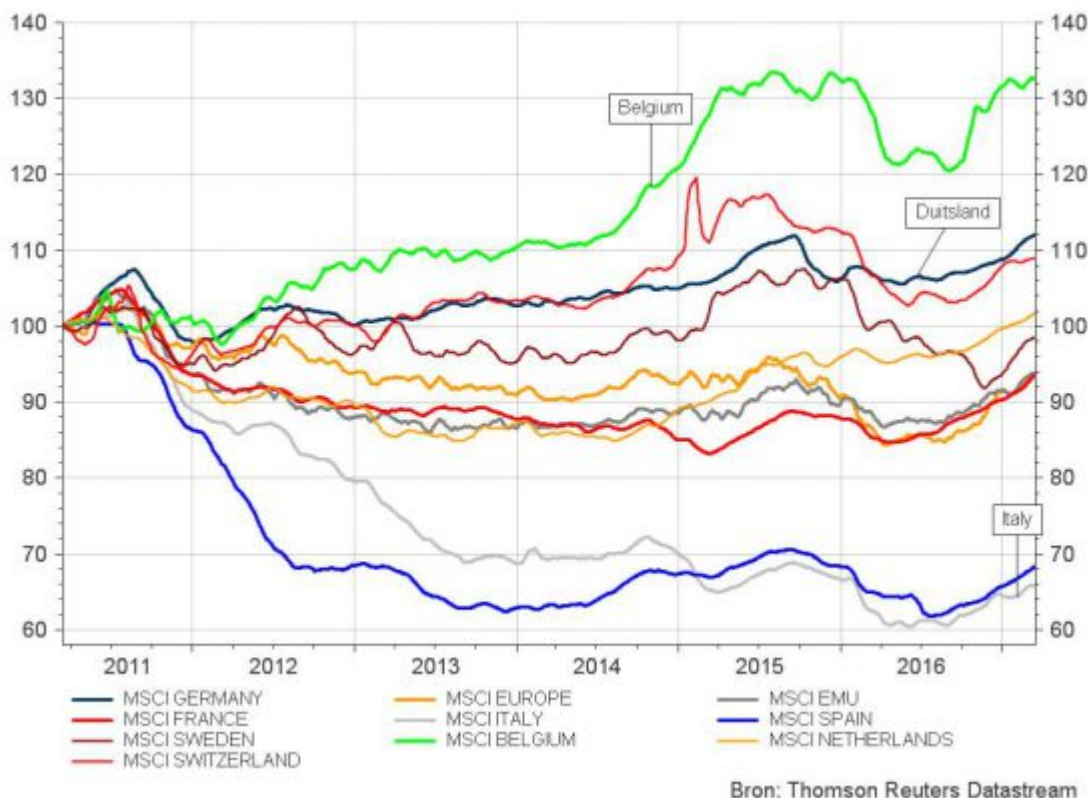




De verwachte Europese bedrijfsresultaten hebben intussen duidelijk een bocht genomen en zijn - na een zenuwslopende lange twijfelperiode - een opwaarts pad ingeslagen. Dit pad is weliswaar zeer breed met een enorme dispersie tussen de verschillende Europese landen. Het verschil tussen de ontwikkeling van België, Duitsland of Zwitserland ten opzichte van Spanje en Italië is indicatief voor de sterk verschillende impact van de eurocrisis van 2011.

Voor wie op zoek is naar een duidelijk beeld om te illustreren dat de eurozone nog ver af is van haar ideaalbeeld als homogene muntzone, vindt in deze grafiek ongetwijfeld zijn gading. De verschillen tussen de Europese landen zijn nog steeds groter dan tussen hun industrieën en dienstensectoren.

Grafiek 8: Evolutie van de verwachte bedrijfsresultaten in diverse Europese landen sinds 2011

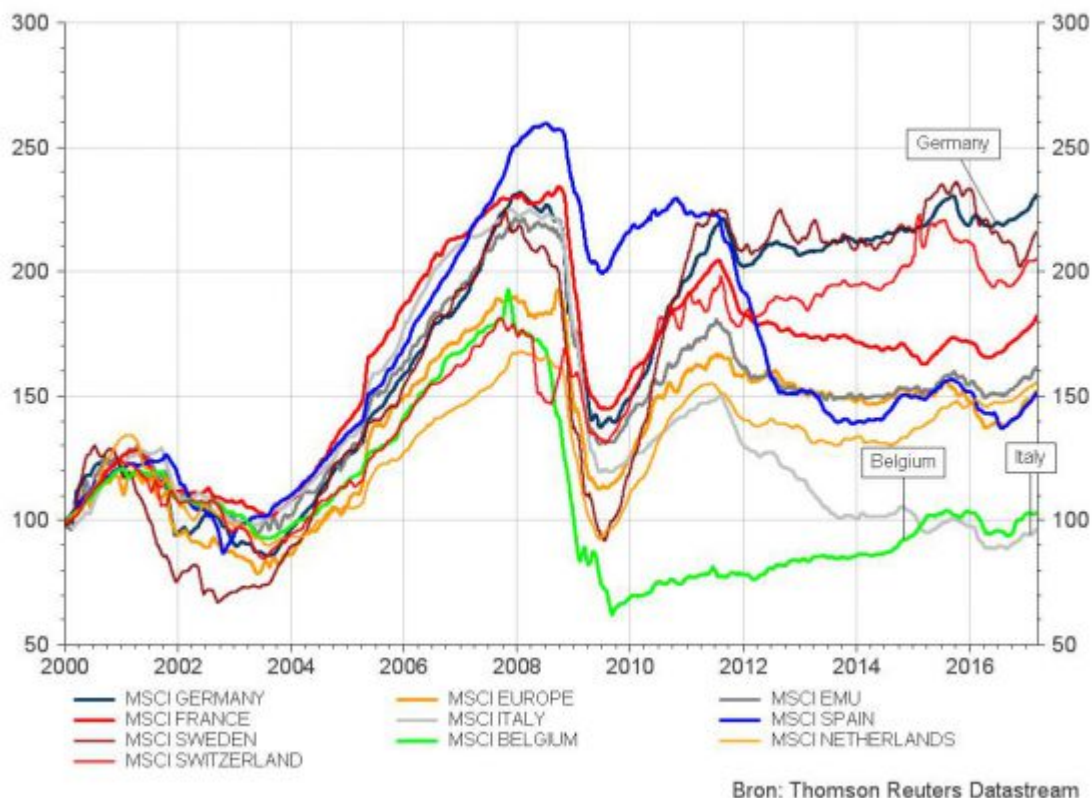


Het is in de eurozone, 17 jaar na de invoering van een ééngemaakte munt, nog steeds belangrijker (en dit blijkt in toenemende mate) dat je een gemiddeld Duits dan wel Italiaans of Spaans bedrijf bent, dan dat je een autoconstructeur dan wel een verzekeraar...

Merk ook de bewonderingswaardige prestatie op van de Belgische bedrijven over de periode 2011 tot nu.

Enige nuancering is hier echter op zijn plaats. België bekleedt weliswaar de eerste plaats in deze intra-Europese context over de periode sedert het dieptepunt van de eurozonecrisis in 2011 tot vandaag maar indien we de vergelijkingsbasis verleggen - bijvoorbeeld - tot het moment van de invoering van de euro, dan oogt deze vergelijking veel minder fraai. Over deze periode delen we immers de rode lantaarn met Italië.

Grafiek 9: Evolutie van de verwachte bedrijfsresultaten in diverse Europese landen sinds 2000



De verklaring voor dit merkwaardige gedrag is natuurlijk snel gevonden. De Belgische beursindex kende in de precrisisperiode een sterk overgewicht aan banken (die overigens in de voorafgaande fase geen specifieke outperformance creëerden, maar in 2008 wel een diepe underperformance lieten optekenen). Vermits de Belgische banksector wereldwijd de meest getroffen was in de financiële crisis (gemeten aan de directe en indirecte staatssteun die nodig was om het zaakje terug vlot te trekken ten opzichte van het BBP) is het ook logisch tussen 2008 en 2011 een bijzonder diepe terugval te zien van de algemene bedrijfsresultaten. Nadat de ECB de Europese markten voorzag van massale liquiditeiten kon de Belgische markt hier vanzelfsprekend het grootste voordeel uit halen. Maar dat verklaart zeker niet alles. Een aantal industriële en dienstenbedrijven uit de Belgische MSCI-index hebben meer dan behoorlijk bijgedragen aan het herstel.

De beleggingsconclusies uit de recente ontwikkelingen en de vooruitzichten voor bedrijfsresultaten, LT-rente en verwachte risicopremie laten zich deze keer makkelijk ontrafelen.

De VS blijft oververtegenwoordigd in het aandelensegment van onze portefeuilles maar dit in mindere mate dan in voorafgaande periodes en wordt vooral vertegenwoordigd door industriële waarden. De Europese aandelencomponent wordt verder opgevoerd, vooral op basis van bedrijven uit de technologie- en industriële sectoren (en dan kom je al gauw terecht in Duitsland, Zweden, Nederland en Frankrijk). Vermits ook groeielanden hun plaats steeds nadrukkelijker opeisen, wordt er aanvullend op onze posities in India en China, een kans gegeven aan Latijns-Amerika waardoor de portefeuille beter gepositioneerd zal zijn bij stijgingen van de grondstoffenprijzen.

De restlooptijden van de obligaties worden geleidelijk verder afgebouwd en gaan in de eurozone slechts uitzonderlijk nog tot 2023. De keuze beperkt zich hierbij nog steeds tot Italië, Spanje en Ierland aangevuld met Poolse en Ierse staatsobligaties, bedrijfsobligaties op korte termijn en een breed gespreide positie in emerging markets bonds met een aanvullend accent in India en Brazilië.

