

János was waarlijk een wonderkind. Nog voor zijn zevende levensjaar kon hij getallen van 8 cijfers delen door elkaar. Uit het hoofd, welteverstaan. En als u zou denken dat van zo'n nerd toch niets terechtkomt, dan heeft u het deze keer wel flink bij het verkeerde eind. Als prille twintiger kon hij al met grote tevredenheid terugblikken op het baanbrekende werk dat hij had geleverd in uiteenlopende domeinen van de wiskunde en de fysica.

Maar zijn ware genie kwam pas bovendrijven toen hij in de turbulente jaren dertig van de vorige eeuw omwille van zijn Joodse afkomst naar de VS moest uitwijken en in Princeton (waar Einstein toen al een tijdje aan het werk was) met open armen werd ontvangen. John Von Neumann, zoals hij intussen heette, legde er onder andere de fundamenten van de moderne computerwetenschappen en van de beslissingsleer onder onzekerheid – het meest fundamentele paradigma van de economie. Toch waren dat eigenlijk maar tussendoortjes, net zoals zijn medewerking aan het Manhattanproject, waar hij met zijn rekenkundige inzicht voor een fundamentele doorbraak zorgde bij de ontwikkeling van de eerste atoombom. De tweede bom – gedropt boven Nagasaki – was al helemaal naar zijn ontwerp. Luguber detail: onze protagonist had, slim als hij was, uitgerekend dat je meer slachtoffers en materiële schade kon maken met een implosie dan met een explosie. Alleen een kwestie van de juiste hoek uit te rekenen.

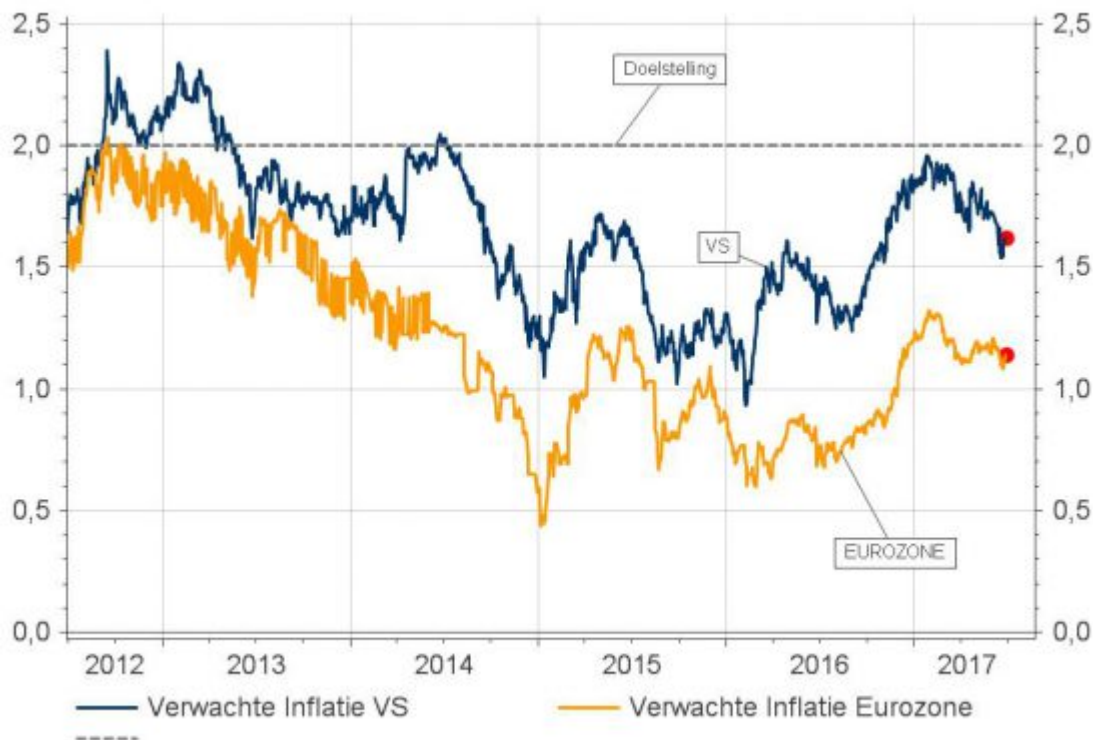
Hij toonde hierover nadien geen greintje spijt (in tegenstelling tot Oppenheimer of Einstein) en beval de Amerikaanse regering aan om meteen ook de Sovjet-Unie aan te pakken met een *preemptive strike*. Maar het is niet daarom dat we Von Neumann even terug van onder het stof halen. Ook niet omdat hij de best betaalde wetenschapper van zijn tijd was en zelfs de best geklede (écht waar). Ook niet vanwege zijn riant woning en de uitbundige feestjes die er om de paar dagen werden georganiseerd. Zelfs niet vanwege zijn woeste rijgedrag, waardoor zijn verkeersboetes een bepaald moment zo hoog waren opgelopen dat IBM deze – zoals in zijn contract voorzien – voor hem moest betalen.

Niet daarom dus, maar wel om het volgende: slimme János heeft namelijk halverwege de jaren vijftig uitgerekend dat het voor onze planeet erg voordelig zou zijn om de poolkappen te kleuren. Geel, rood of groen, dat deed er niet toe, maar het witte ijs weerkaatste teveel zonne-energie. Netjes ingekleurd aan de ijskappen zou de aarde gerust een tweetal graden kunnen opwarmen, volgens zijn berekeningen ...

Kijk, zo'n man missen we nu om de afkoeling van de wereldeconomie mee te helpen keren, want in ons eentje slagen we hier weeral niet in. Door de adempauze die de Amerikaanse industriële sectoren momenteel meemaken, bevindt de conjunctuurfase zich aan de onderkant van onze verwachtingen. Het uitstel van de stemming over de wijzigingen aan het Obamacare-programma tilt dan weer de doorvoering van belastingbesparingen en het stimulerende investeringsprogramma over de vakantiemaanden heen, zodat de Amerikaanse economie, over pakweg de komende 10 weken, grotendeels op zichzelf aangewezen is.

Onze prognose voor het komende ISM wijst alleszins nog niet direct op herstel. Door de aanhoudende herfst sfeer dienen de geprojecteerde jaarcijfers van het BBP en de verwachte groeivoet van de ondernemingsresultaten neerwaarts te worden bijgesteld, hetgeen meer en meer begint te wegen op de beurskoersen. Het grootste gedeelte van de negatieve impact van deze vertraging wordt echter gecompenseerd door LT rentetarieven, die onder invloed van afnemende inflatieverwachting in de VS lagere regionen zijn gaan opzoeken.

Grafiek 1: Verwachte inflatie in de VS en de eurozone



Bron: Thomson Reuters Datastream

Hierdoor blijven in deze tussenperiode de Amerikaanse aandelenbeurzen min of meer op peil en kunnen ze in het najaar, wanneer de conjunctuurindicatoren (zoals wordt aangenomen) opnieuw een spurtje zullen trekken, hun recordmars voortzetten. Fed-voorzitter Yellen wordt intussen door oppervlakkige waarnemers met de vinger gewezen omdat ze haar lippen stijf op elkaar houdt over de timing van de volgende verhoging van de beleidsrente. Gelet op de zwakke economische cijfers die dagelijks worden gepubliceerd, wordt verwacht dat de Fed de verhoging van haar rentetarieven verder zal uitstellen, maar het zou dwaas zijn van de voorzitter van de Amerikaanse Centrale Bank om daar nu al uitspraken over te doen.

Uit de rendementen voor kortlopend staatspapier kunnen we overigens vrij eenduidig de kansen uitrekenen op de door professionele marktpartijen verwachte wijziging van het monetaire beleid. Hun analyse wijst erop dat een volgende *hike* pas (ten vroegste) tegen december (en waarschijnlijker zelfs pas in januari 2018) moet worden verwacht. Toch zal de eerstkomende FOMC-vergadering in juli een belangrijke thematiek aansnijden en de tactiek moeten bespreken waarmee de sterk opgelopen balanstotalen van de Centrale Bank gedeflateerd zullen worden. Door het massaal aankopen van staats- en bedrijfsobligaties, gefinancierd met vers gecreëerd geld, zijn de balansen van de meeste Centrale banken immers spectaculair gestegen. Op zich vormt dat geen dramatisch probleem, want een flink deel van deze obligaties komt immers gewoon op eindvervaldag, maar het zou toch verstandig zijn om de financiële markten enige vooruitzichten te bieden.

Dit probleem begint stilaan ook te spoken in de hoofden van Europese beleggers. Vooreerst moet er ooit een einde komen aan de *quantitative easing* politiek van de ECB en de kunstmatig lage rente op de markt van overheidsobligaties. Maar dat zal ongetwijfeld de LT rente terug naar wat hogere niveaus brengen, en in het vooruitzicht daarvan worden speculatieve posities ingenomen. Iedere ademtocht van de ECB-voorzitter wordt dan vervolgens geanalyseerd op mogelijke hints over het eventuele aflooppunt van de huidige strategie of over de tactiek waarmee de ECB haar obligatieposities zou kunnen afbouwen.

Iedere conclusie is momenteel alleszins voorbarig. De verwachte inflatiecijfers wijken nog te ver af van de doelstelling, terwijl ook de kredietgroei nog onvoldoende impulsen geeft aan de economische groei. De eerste doelstelling tracht men te bereiken met extreem lage LT rente (die op dat niveau wordt gebracht via het massale aankooppakket voor obligaties). De tweede doelstelling wordt bewerkstelligd door negatieve KT rente, waardoor ondermeer consumptiekredieten goedkoper worden.

Van de inflatiedoelstelling zijn we nog mijlenver verwijderd, maar dat is wellicht eerder een gevolg van de (op een relatief laag niveau) gestabiliseerde olieprijs. Woningkredieten kennen een te beperkte groei, maar de groeivoet van consumptieve kredieten lijkt het gepaste tempo te hebben gevonden. De combinatie van een licht hogere LT rente, een minder accommodatieve monetaire politiek en een verzwakkende wereldgroei wegen momenteel wat door op de Europese beurzen, maar het opwaartse potentieel van het oude continent op middellange termijn blijft redelijk intact.

De twijfel die momenteel wat knaagt aan het beleggerssentiment wordt vooral gevoed door de onbeantwoorde vraag of de Europese economie intussen al sterk genoeg is om op eigen benen (lees: zonder massale ondersteuning van de ECB) te lopen. Dit is ongetwijfeld nog niet het geval, zodat het wenselijk zou zijn dat de ECB haar *quantitative easing* programma nog voor een beperkte tijd verder zou zetten. Voor de ECB-voorzitter is het nog te vroeg om hierover publiekelijk uitspraken te doen.

Onze asset allocatie heeft intussen wat lagere regionen opgezocht wat betreft aandelenexposure, al blijft ze vooral overwogen in de eurozone, Scandinavië en India. De andere regio's worden stelselmatig onderwogen. Hoewel we een (beperkte) groeivertraging hebben ingebouwd in onze scenario's, blijft de optimale aandelenallocatie voor het defensieve en neutrale profiel wijzen op een positie van respectievelijk meer dan 1/3 en meer dan 2/3.

Onze obligaties blijven geconcentreerd in Italië, Ierland, Spanje en in mindere mate in Polen met looptijden ongeveer 5 jaar.