

Wat er precies van aan is, durven we niet met zekerheid te stellen. Maar naar verluidt heeft Benjamin Disraeli – medegrondlegger van de Britse Conservatieve partij, gevierd novellist en in bijberoep ook een paar keer premier van het Verenigd Koninkrijk – na een zoveelste wispelturige beweging van het Britse pond op de internationale wisselmarkten, in diepe wanhoop uitgeroepen dat *‘only the foreign exchange has driven men more madly than love’*. Inderdaad, er valt meestal weinig touw vast te knopen aan de erratische bewegingen van de wisselkoersen.

Dat staat overigens in schril contrast met de aandelenmarkten, die volgens een complex maar in ieder geval rationeel mechanisme (gebaseerd op de bewegingen van rentevoeten, het verwachte groeiritmte van bedrijfsresultaten en de geboden risicopremie) momenteel naar eenzame hoogten zijn geklommen. Tot spijt van wie het benijdt.

De wisselmarkten kunnen echter uit hun nukkig gedrag geen betekenisvol voordeel puren, noch op korte, noch op lange termijn – op een toevalstreffer links of rechts na. De recente excentrieke koerssprongen van de Amerikaanse dollar, vooral dan ten opzichte van de euro, illustreren ten volle het grillige karakter van de wisselkoersen. Dat alles is te weinig uitdagend voor onze immer aangescherpte en analytisch ingestelde geest, zodat enkel de bijnaam van de Amerikaanse munt alsnog onze interesse weet op te wekken: de *greenback* (of letterlijk vertaald: groene rug). Deze roepnaam is te danken aan een opvallende eigenschap die het dollarbiljet van de in de 19de eeuw meer gebruikelijke *banknotes* onderscheidde. Bij de lancering van de greenbacks sleepte de burgeroorlog in de VS al veel langer aan dan iemand ooit voor mogelijk had gehouden, en de kosten swingden al helemaal de pan uit. Desperaat op zoek naar financiering volgde president Lincoln, enigszins schoorvoetend, het advies op van Kolonel Taylor (een vrijwilliger en zakenman uit Illinois), dat eruit bestond om als overheid zelf een wettelijk betaalmiddel uit te vaarden, zelfs zonder dekking van een goud- of zilvervoorraad. Op die manier zou de overheid aan de torenhoge rentevoeten van de banken kunnen ontsnappen. De nieuw uitgegeven biljetten van de Staat konden bovendien gemakkelijk worden onderscheiden omdat, in tegenstelling tot de banknotes, nu ook de rugzijde werd bedrukt met tekst en illustraties in groene inkt.

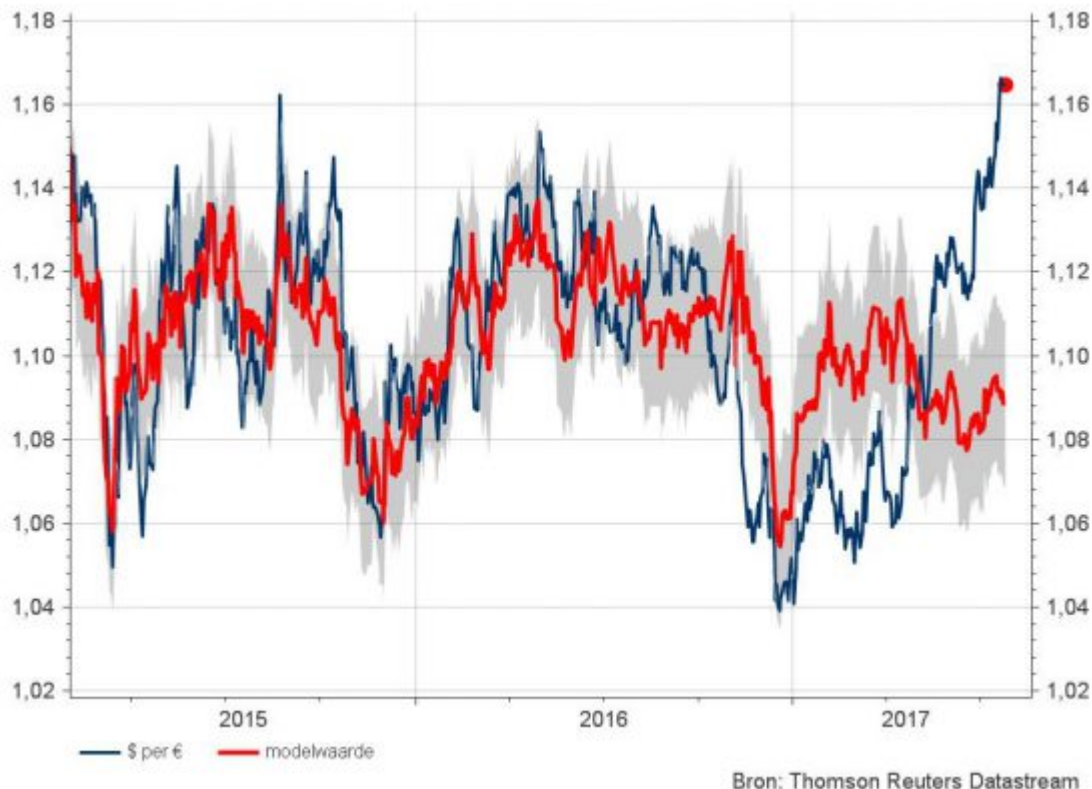
Dat was een geniale vondst van ‘Dick’ Taylor, die hiermee een zeer belangrijke bijdrage leverde aan de uiteindelijke overwinning. Hijzelf stierf helaas straatarm nadat de grote brand van Chicago hem in 1871 had geruïneerd. Maar dit geheel terzijde ...

In het volle besef hiermee van vermetelheid te kunnen worden beschuldigd, trachtten we toch de capriolen van de wisselkoersen enigszins te modelleren, meer bepaald wat betreft de verhouding tussen de Amerikaanse dollar en de euro. Hierbij wordt het gedrag van de wisselkoers geschetst in het perspectief van wijzigingen in LT-renteverschillen, verschillen in verwachte inflatie en KT-rentetarieven. De laatste component blijkt weinig significant en kan in de regressies snel worden verwijderd.

We illustreren het resultaat aan de hand van onderstaande grafiek.

Grafiek 1: Evolutie Amerikaanse dollar ten opzichte van de euro (blauw) in vergelijking met een modelwaarde, gebaseerd op langetermijnrente- en verwachte inflatieverschillen (rood). De grijze zone geeft het betrouwbaarheidsinterval van het model weer. Wanneer de rode lijn zich uit de grijze zone begeeft, is er sprake van een betekenisvolle afwijking.

Wanneer de rode lijn zich onder de blauwe lijn bevindt, duidt dat op een onderwaardering van de dollar ten opzichte van de euro. Wanneer de rode lijn zich boven de blauwe lijn bevindt, is er sprake van een overwaardering.



Van begin 2015 tot oktober 2016 blijkt de wisselkoers een schoolvoorbeeld van gedrag volgens het model. De afwijkingen tussen de vooropgestelde waarde en de werkelijke koers zijn zeer beperkt en vallen netjes binnen een betrouwbaarheidsinterval (aangeduid door de grijze zone). Tussen oktober en begin november 2016 kan er een eerste, nog erg beperkte afwijking worden waargenomen. Onthoud hierbij dat wanneer de lijn naar een lager niveau evolueert, dit erop wijst dat de dollar *duurder* wordt. Je moet dan immers minder dollars betalen voor een euro.

De reden voor de afwijking in deze periode is wellicht terug te brengen tot de quasidekking op een overwinning van Clinton, waarop de polls destijds onmiskenbaar waren. Op 6 november 2016 leidde de ontvullende overwinning van haar tegenkandidaat initieel tot een schrikreactie, die snel omsloeg in een substantiële verbetering en overwaardering van de dollar (en dus een lagere wisselkoersverhouding met de euro). Deze trend van overwaardering hield ongeveer aan tot april 2017 en keerde vervolgens resoluut toen bleek dat de nieuwbakken Amerikaanse president enkele striemende politieke nederlagen had geleden. De *greenback* nam recent opnieuw een diepe duik, naar aanleiding van een nieuwe vernedering toen in de Senaat nota bene leden van de regerende Republikeinse partij de presidentiële voorstellen voor een hervorming van Obamacare verwierpen. Dit werd intussen gedeeltelijk teruggeschroefd dankzij de inspanningen van John McCain, maar deze (beperkte) overwinning straalt veel meer af op deze oorlogsheld dan op zijn president.

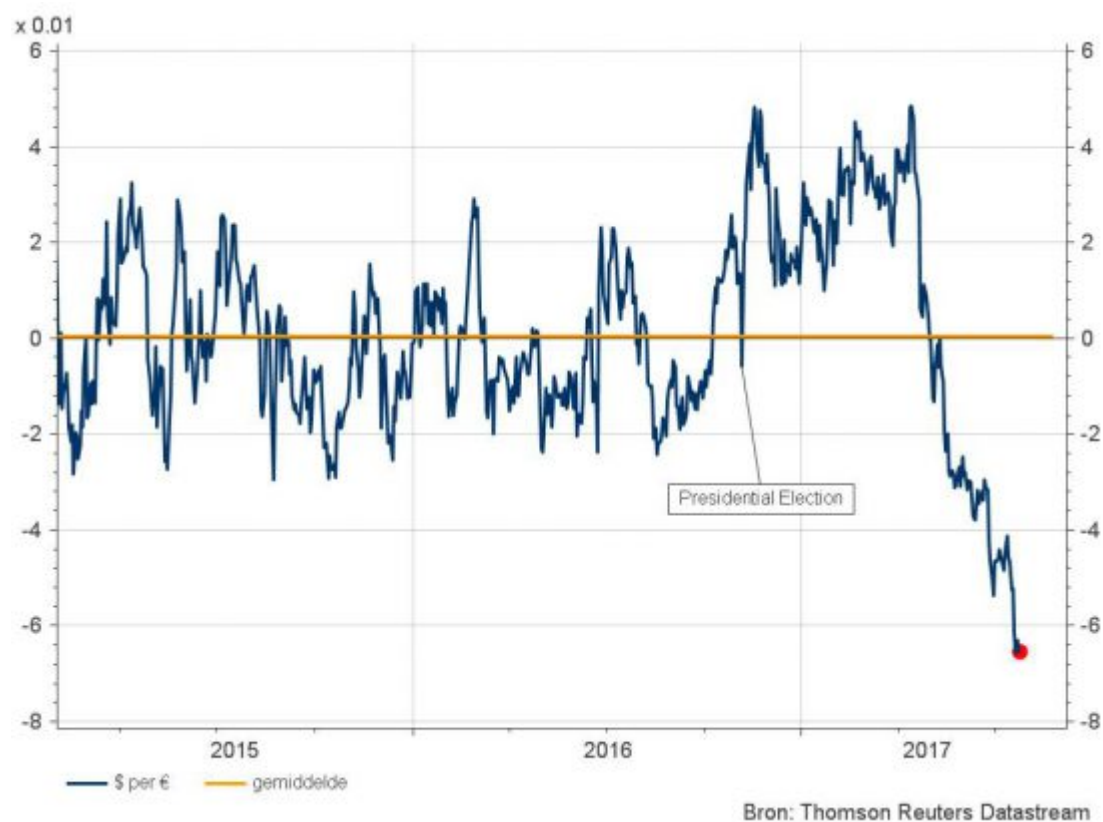
De impact van dergelijke politieke machinaties hebben een onrechtstreekse maar substantiële invloed op de wisselkoers, omdat men (ten onrechte) vreest dat hierdoor ook de aangekondigde maatregelen om de economie te ondersteunen, zoals verregaande investeringen in infrastructuur en belastingbesparingen, op de helling komen te staan, waardoor de economische groei aan momentum zou inboeten.

Wij zijn echter overtuigd van het tegendeel. De Republikeinse partij kan haar president dan wel in de steek laten wat betreft zijn weinig overtuigende hervormingsvoorstellen inzake gezondheidszorg, maar in de voor haar cruciale domeinen

zoals belastingverlagingen of groeistimulansen zal ze dat zeker niet doen. We verwachten dan ook dat de donkere wolken die momenteel boven het hoofd van de president samentropen, in het najaar geleidelijk zullen wegtrekken (althans op dit vlak!).

Deze conclusie houdt ook de voorspelling in dat de dollarkoers opnieuw naar zijn modelwaarde zal evolueren. De afwijking is momenteel echter significant. In relatieve termen bedraagt de onderwaardering immers een slordige 6%.

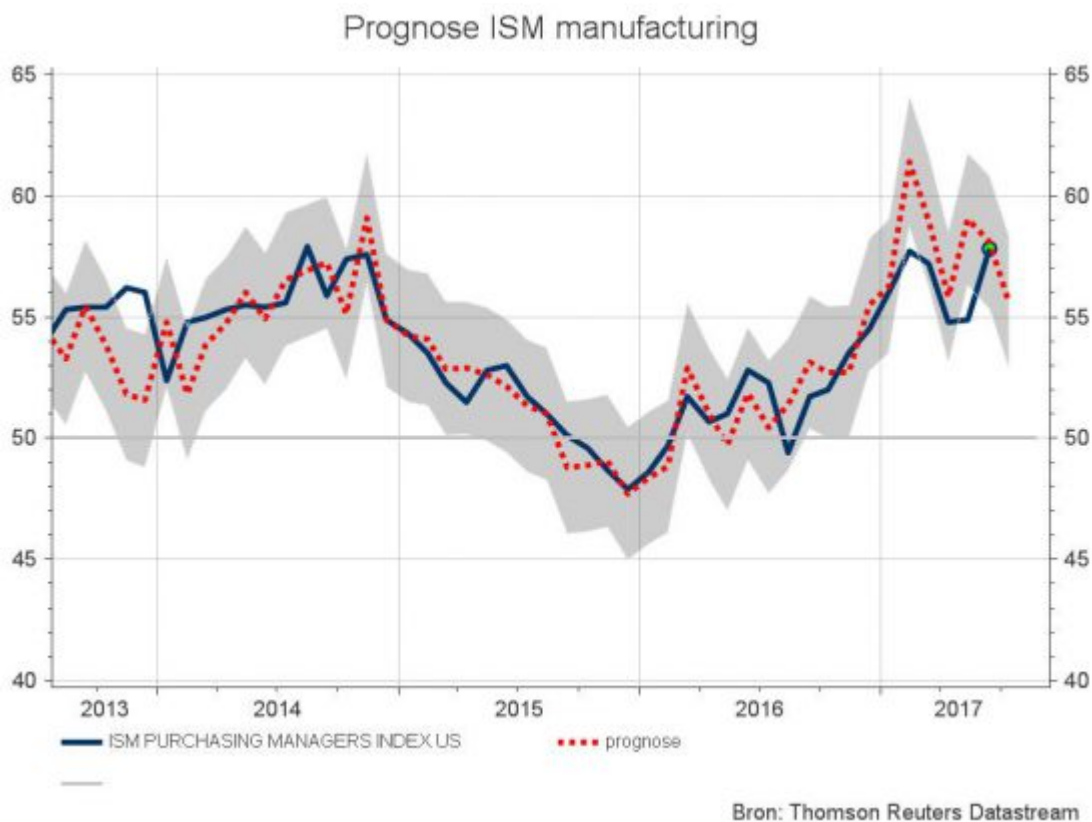
Grafiek 2: Relatieve waardering van de Amerikaanse dollar/eurowisselkoers ten opzichte van haar modelwaarde. Boven de nullijn betekent overwaardering, eronder wijst op een onderwaardering.



Sterk bepalend voor de toekomstige koersrichting is de evolutie van de economische conjunctuur in de VS en de eurozone. Deze ontwikkeling bepaalt immers de stand van de LT-rentevoeten, de monetaire politiek en de verwachte inflatie.

We verwachten in de komende weken echter weinig van het ISM-cijfer voor de industriële component van de Amerikaanse economie. Volgens onze modelinschatting zou dit cijfer immers zelfs nog wat verder kunnen afzwakken, hoewel de grijze zone rond onze inschatting ook een - voor het overige betekenisloze - verbetering zou toelaten. Maar dat doet geen afbreuk aan de fundamentele, neerwaartse trend.

Grafiek 3: Voorspelling ISM industrie



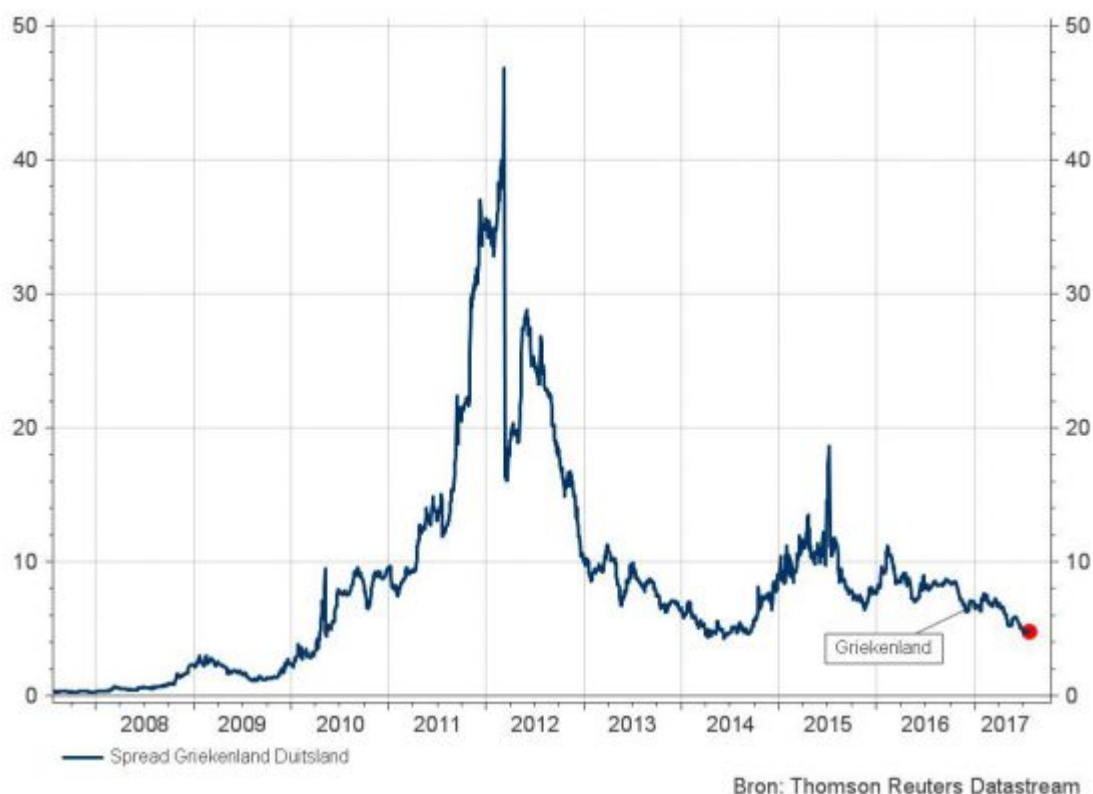
Wij vermoeden dat de Amerikaanse Centrale Bank ook wel over dergelijke inzichten beschikt en vandaar weinig geneigd zal zijn om haar beleidsrente in dergelijke omstandigheden te verhogen. Zelfs een rentestijging in december wordt nu beduidend minder waarschijnlijk geacht dan enkele maanden geleden.

Een belangrijker agendapunt op de Fed-bespreking van 26 en 27 juli zijn de mogelijke maatregelen om de sterk geïnflateerde balans van de Centrale Bank af te bouwen. De activa zijn, net als in de eurozone, immers sterk opgelopen door de massale inkoopprogramma's van allerlei obligaties. Onverhoedse commentaren over een versnelde afbouw kunnen negatieve reacties uitlokken op de wereldbeurzen. We dichten echter een beperkte kans toe aan een dergelijk scenario. Er is geen enkele onmiddellijke druk waarneembaar, noch in de VS, noch in Europa.

Integendeel, het onderwerp is zelfs niet meer aan de orde in de eurozone. Nadat Draghi werd geconfronteerd met negatieve marktreacties na zijn (nochtans vrij neutrale) uitspraken over een mogelijke beëindiging van het *quantitative easing* programma van de ECB, zijn de recente commentaren van andere ECB-bonzen opvallend gematigd geworden, waarbij zelfs gehint wordt op een verlenging van het programma. De verwachte inflatie in de eurozone evolueert, evenmin als die in de VS, in de beoogde richting, terwijl de kredietgroei nog steeds een te traag groeiritme laat optekenen. Beide elementen wijzen erop dat de stimulerende monetaire politiek nog geruime tijd moet worden voortgezet, met een lage LT-rente en negatieve KT-rente tot gevolg. Ook het IMF adviseerde recent ondubbelzinnig in die richting. Dit alles moet overigens niet alleen maar als kommer en kwel worden aanzien. De recente Duitse IFO-indicator gaf aan dat het Europese economische project zeker een kans op slagen heeft. De economische groei binnen de eurozone is voorlopig echter nog te verspreid. Toch vertoont die groei een voortgezette neiging tot convergentie, zij het dat die tendens tegen een hoge sociale kostprijs werd afgedwongen. De (relatief succesrijke) terugkeer van Griekenland op de internationale kapitaalmarkten is echter hoopgevend en ondersteunt zeker ons fundamenteel positief – maar niet naïef – standpunt inzake de houdbaarheid en de toekomstperspectieven van de eurozone. Iemand recent nog een van de doemdenkers gezien, die enkele jaren geleden de diep getroffen Griekse bevolking met vernederende commentaren en karikaturen overlaadden en

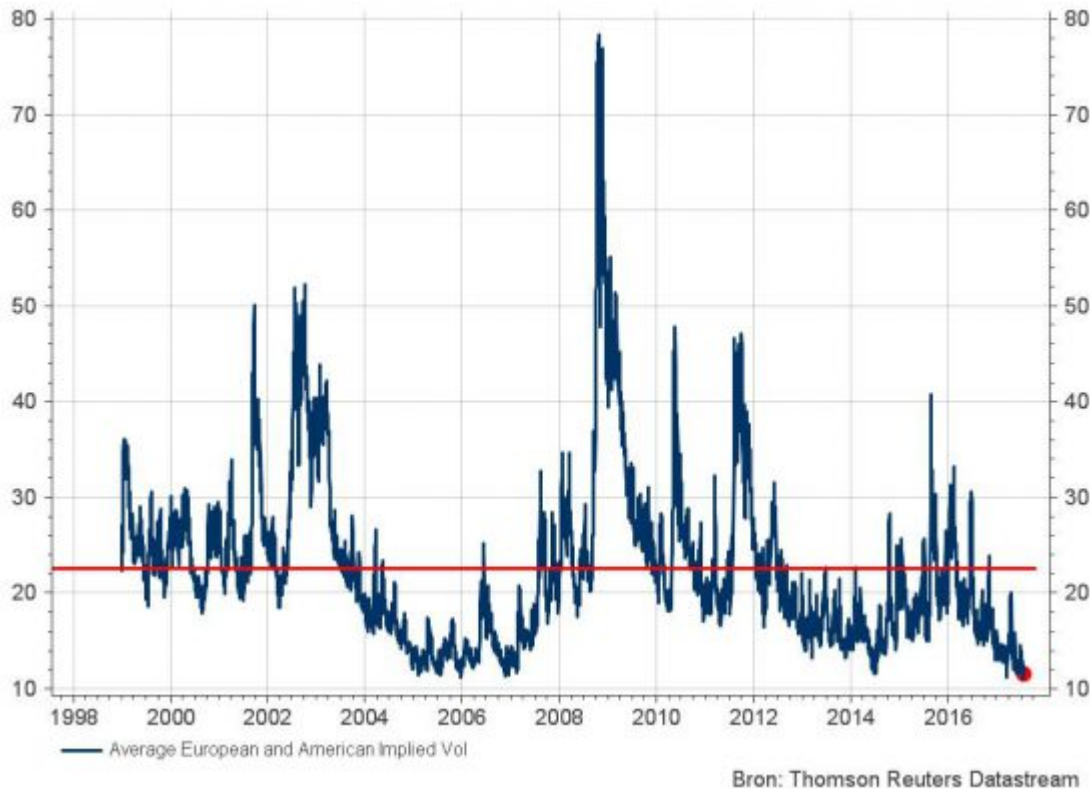
meteen ook het einde van de eurozone in het vooruitzicht stelden? Pek en veren zijn hun verdiende lot.

Grafiek 4: Evolutie van het renteverskil op overheidsobligaties op 10 jaar: Griekenland min Duitsland



Intussen blijft ons asset allocatiemodel wijzen op een overweging van de aandelencomponent in onze profielfondsen. Dat is niet enkel gebaseerd op de lage opbrengst van de alternatieven, zoals obligaties of vastgoed, noch op de verbeterende perspectieven voor de Europese bedrijven, maar wordt vooral veroorzaakt door de zeer lage (verwachte) volatiliteit op de meeste aandelenmarkten. De relatief hoge risicopremies op de Europese aandelenmarkten bieden dan ook een ruime compensatie voor het (verwachte) risico, zodat het allocatiemodel duidelijk de juiste richting blijft uitwijzen.

Grafiek 5: Evolutie van de verwachte volatiliteit op de Europese en Amerikaanse aandelenbeurs (gelijkgewogen gemiddelde)



Een volgehouden periode met een zwakke dollarkoers kan echter de groeivoet van de Europese bedrijfswinsten aanzienlijk negatief beïnvloeden. De inschatting van de precieze impact van een dollardaling op de meest gevoelige Europese beurzen (Duitsland, Nederland en Frankrijk) is echter niet eenvoudig. Enerzijds neemt een verzwakking van de dollar wat exportpotentieel weg voor de beursgenoteerde aandelen van deze landen (en dan vooral voor haar *large caps*), wat initieel een daling veroorzaakt van 0,3 tot 0,4% per procent dat de dollarkoers verzwakt; anderzijds heeft een dollardaling een algemene positieve impact op de wereldbeurzen (uitgedrukt in lokale munt) van ongeveer 0,5% per procent dollarverzwakking. Deze algemene stijging zal ook de Duitse, Franse en Nederlandse beurzen mee naar boven trekken. Kunt u nog volgen? De slotsom is: eerst wat dalen, dan wat stijgen ...

De Amerikaanse aandelenposities worden geleidelijk onderwogen in het voordeel van Europese waarden (meer bepaald in Duitsland, Nederland, de Scandinavische landen en - in mindere mate - Frankrijk). Groeilanden blijven onderwogen, behoudens consumptieve waarden in China en India. De obligatieposities blijven gericht op Spaanse, Italiaanse en - minder uitgesproken - Ierse obligaties, waar we rekenen op een verdere, zij het beperkte inkringing van het renteverskil met Duitsland. De looptijden situeren zich rond de 7 jaar. Deze posities worden aangevuld met posities in Poolse en Indische staatsobligaties.