

Omdat men hem toch iets omhanden moest geven, werd hij op de uitkijk geplaatst met een duidelijke taakomschrijving: komt de wolf, begin dan te gillen.

Maar op zo'n uitkijktoren is het eenzaam vertoeven en alras merkte onze protagonist dat er heel wat gezelschap kwam opdagen wanneer hij uit pure verveling toch maar aan het schreeuwen sloeg. Maar na een aantal pogingen om op deze manier aandacht te trekken, viel de publieke belangstelling dramatisch terug en na de elfendertigste keer kwam er helemaal niemand meer afgezakt.

Toen de gevreesde wolf uiteindelijk dan toch eens zijn opwachting maakte (in het holst van de nacht, want dat hoort zo) moest hij alleen wat amechtig gegil van een eenzaat trotseren op weg naar de onbewaakte schapenstal.

Zo beroerde de zoveelste waarschuwing van eenzame doemdenkers over het nakende onheil op de aandelenbeurzen nog slechts een beperkt publiek in de afgelopen week. De onheilsprofeten hebben in het recente verleden maar al te dikwijls overmatige aandacht opgeëist en gekregen, zonder nadien enige verantwoording af te leggen over het opwaartse potentieel dat ze hun brede schare angstige volgers lieten mislopen.

De bezorgdheid die in de afgelopen week de aandelen- en obligatiemarkten tot een snoekduik verleidde, was niet helemaal ongegrond, maar was toch vooral gebaseerd op een misplaatst wantrouwen jegens de toekomstige tactiek van de Centrale Banken, het prijsmechanisme dat de financiële markten richting geeft en de adempauze op het conjuncturele front, die echter dieper groef en langer duurde dan algemeen werd verwacht.

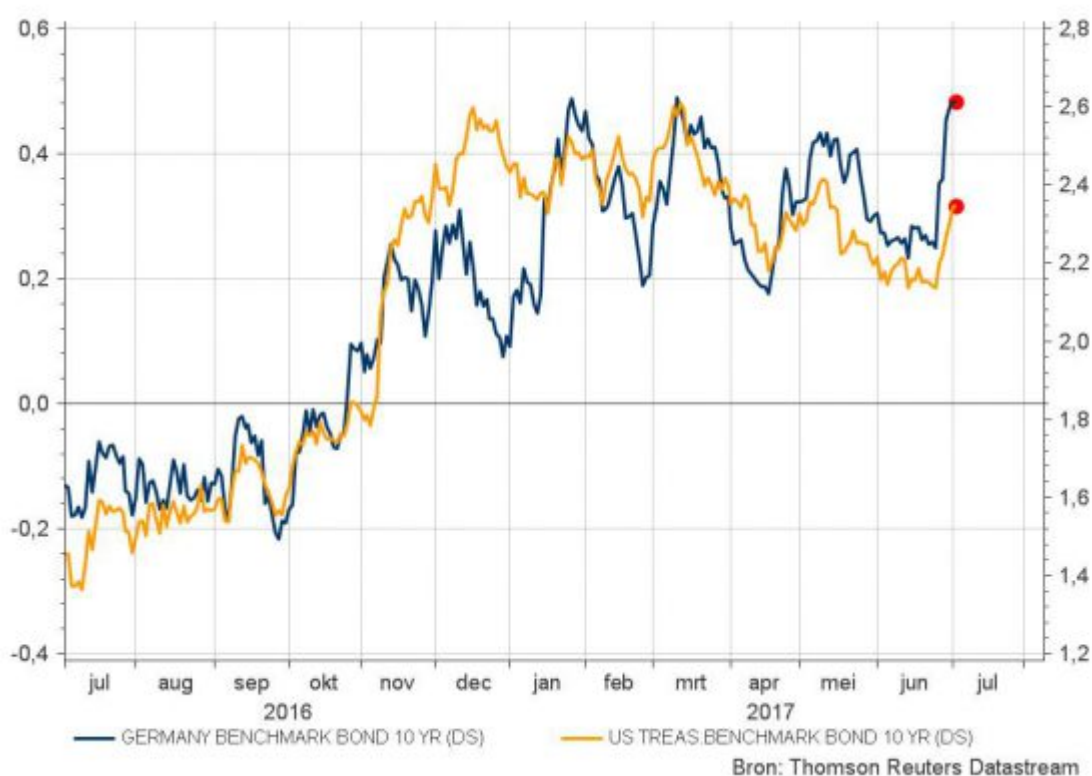
Grafiek 1: Snoekduik van de wereldbeurzen en obligatiemarkten



De combinatie van enkele, scherper dan verwachte, uitspraken van Draghi en Yellen en een handvol tegenvallende economische cijfers voedden echter de vrees dat de monetaire politiek in de eurozone en de VS te vroeg zou worden

bijgestuurd, respectievelijk door middel van een afbouw van het aankoopbudget voor obligaties (en vandaar hogere LT-rente) op het oude continent en een verdere verhoging van de beleidsrente op het nieuwe. In de context van een vertragende economie is het vanzelfsprekend niet aan te raden om een politiek van hogere LT- en KT-rente te voeren. Enkele uitspraken van ECB- en Fed-bonzen werden echter uit hun context getrokken en leken erop gericht om de weg voor te bereiden voor een minder accommodatief beleid. In de eurozone klom de LT-rentetarief daarom snel terug naar de niveaus van (pakweg) maart en ze werd daarbij snel gevolgd door de VS.

Grafiek 2: Evolutie LT-rente op overheidsobligaties 10 jaar in Duitsland (linkeras) en de VS (rechteras)



Wij delen deze bezorgdheid in veel mindere mate: de toon van zowel de voorzitter van de Europese Centrale Bank als die van zijn Amerikaanse tegenhanger was terecht en moet in zijn context begrepen worden. De nieuw bereikte renteniveaus weerspiegelen waarschijnlijk beter het werkelijke onderliggende momentum van de Europese en Amerikaanse economie, zodat de recente evolutie van de rentetarieven ons niet meteen verontrust. Integendeel, dit reactiepatroon bevestigt veeleer ons economische scenario. De LT-rentestijgingen zullen alleszins beperkt blijven, gelet op de gematigde inflatieverwachtingen.

De KT-rente wordt bij de huidige economische trend pas in december opnieuw verhoogd in de VS, terwijl de ECB al helemaal niet thuis geeft op dat vlak. Men kan hooguit stellen dat een aantal recente ontwikkelingen het toelaten om het einde van de negatieve KT-rente een wat hogere kans toe te dichten.

De ECB heeft een dubbele, directe doelstelling met haar huidige, zeer expansieve beleid: ten eerste moet de verwachte inflatie opnieuw worden opgekrikt tot een niveau van (ongeveer) 2%, en ten tweede moet de kredietgroei aangezwengeld worden tot een voldoende hoog ritme om bedrijven en consumenten te voorzien van de nodige financiering voor hun geplande investeringen en uitgaven, die op hun beurt werkgelegenheid en economische groei creëren.

Grafiek 3: Verwachte inflatie in de eurozone en de VS



Bron: Thomson Reuters Datastream

Noch de VS, noch de eurozone slaagt erin deze doelstelling te benaderen. Dit duidt er enerzijds op dat de economische motor - zacht gezegd - nog nergens op volle toeren draait, en anderzijds dat de energie- en grondstofprijzen wereldwijd laag zijn. De verwachte inflatie evolueert echter recent opnieuw - zij het met frisse tegenzin - in de juiste richting, terwijl ook de kredietvolumes in de eurozone toenemen, vooral dan inzake consumptiekredieten.

Grafiek 4: Groei van kredietvolumes in de eurozone



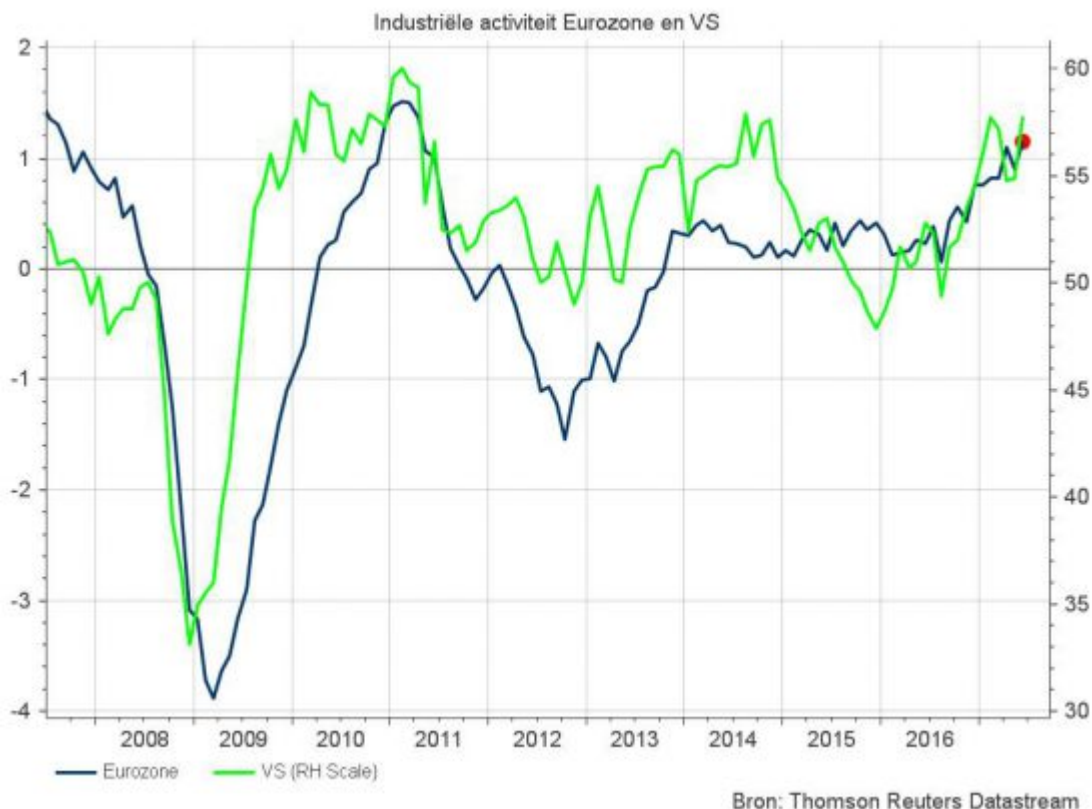
Bron: Thomson Reuters Datastream

Het groeitempo is zeker nog niet voldoende om nu al op de monetaire rem te gaan staan, maar het kan de ECB-voorzitter niet ten kwade worden geduid dat hij erop begint te wijzen dat de gigantische liquiditeiten die maandelijks in de Europese obligatiemarkten worden gepompt wel ooit eens afgebouwd moeten worden. Dit proces hoeft zeker niet problematisch te zijn: de VS bouwde zijn *quantitative easing* programma anderhalf jaar geleden vrij gezwind af, zonder dat de aandelen- of obligatiemarkten daarvan al te veel hinder ondervonden.

Zolang deze ingreep plaatsvindt in een context waarbij de economische groei voldoende robuust is, kan de geleidelijke afbouw van de huidige monetaire stimulansen hand in hand gaan met een verdere expansie op de aandelenmarkten. Die laatste moeten hun kracht dan wel kunnen putten uit (sterk) verbeterende bedrijfsresultaten. Een dergelijk beurscenario verloopt echter met meer schokken en vraagt telkens bevestiging met nieuwe stevige ondernemingsresultaten. Hierbij komt ook meer de nadruk te liggen op individuele *stock picking*, eerder dan op de beweging van de algemene index. Voor een dergelijk scenario zijn we evenwel zeer goed gewapend, dankzij ons selectiemodel.

In de onmiddellijke toekomst komt het er vooral op aan weer enige versnelling waar te nemen op het conjuncturele pad dat de VS, China en de eurozone zijn ingeslagen. Tijdens de twee voorbije maanden haptten de 3 wereldeconomieën overduidelijk naar adem, hetgeen verkeerdelijk aanzien werd als een trendbreuk met de groeiversnelling tijdens de eerste maanden van 2017. Onze analyse wees duidelijk in de richting van een adempauze. *Reculer pour mieux sauter ...* Al moet je de lat hierbij ook niet te hoog leggen. De meeste recente conjunctuurindicatoren kiezen echter weer voor het opwaartse pad.

Grafiek 5: Conjunctuurprognose industriële sectoren in de eurozone en de VS

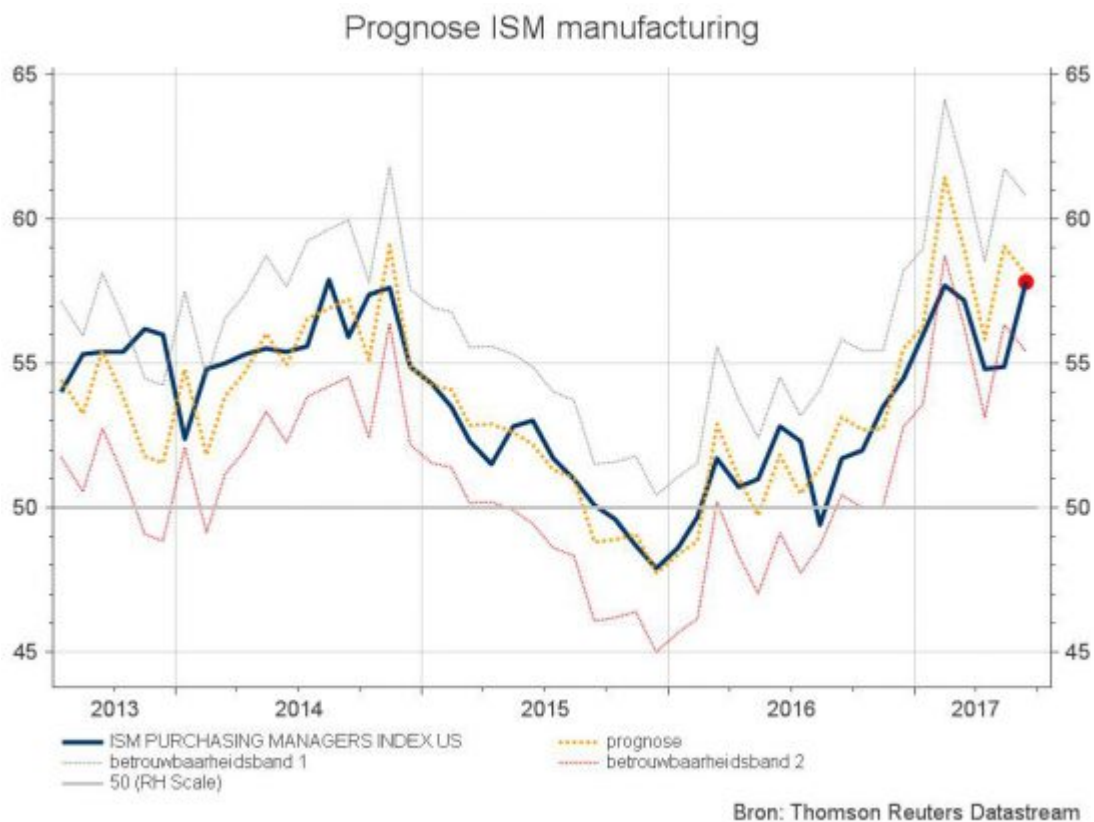


Deze trend wordt verder ondersteund door recente bedrijfsresultaten en toenemend consumentenvertrouwen. Opvallend hierbij is dat het vertrouwen vooral in de eurozone sterk toeneemt. Wellicht is dat mede een gevolg van de zucht van verlichting die werd geslaakt na de Franse verkiezingen en de zeer sterke Duitse conjunctuurindicatoren, waarbij het IFO-cijfer een nooit eerder gezien niveau heeft bereikt. De verkiezingsbelofte van de bondskanselier om tegen 2025 volledige tewerkstelling te realiseren bij onze oosterburen, lijkt ons makkelijk realiseerbaar. Geef ons ook een Merkel (en enkele bedrijven als BMW, Bayer, BASF, Beyersdorf of Bertrandt – met één letter van het alfabet zouden we al best tevreden zijn).

De Amerikaanse industriële conjunctuur lijkt intussen een nieuw elan te hebben gevonden. De financiële markten reageren alleszins zeer tevreden op het laatste ISM-cijfer dat op 3 juli werd gepubliceerd. We willen de pret hieromtrent zeker niet bederven, maar kijk eens naar de onderstaande grafiek. Daaruit blijkt dat het gepubliceerde cijfer weliswaar merkbaar hoger is dan het vorige en – terecht – de vrees voor een neergaande fase in de industriële sector wegneemt, maar tegelijk ook dat het vorige cijfer gewoon te laag was volgens onze inschatting en zich nu gewoon herstelt naar zijn normale peil. De gemiddelde waarnemer noemt dit een stijging, maar u weet beter: dit is hooguit een normalisatie. Vandaar ook dat we weinig kans geven aan een scenario met sterk toenemende economische groei of inflatie en dus ook niet uitgaan van een substantieel opverende LT-rente in de VS.

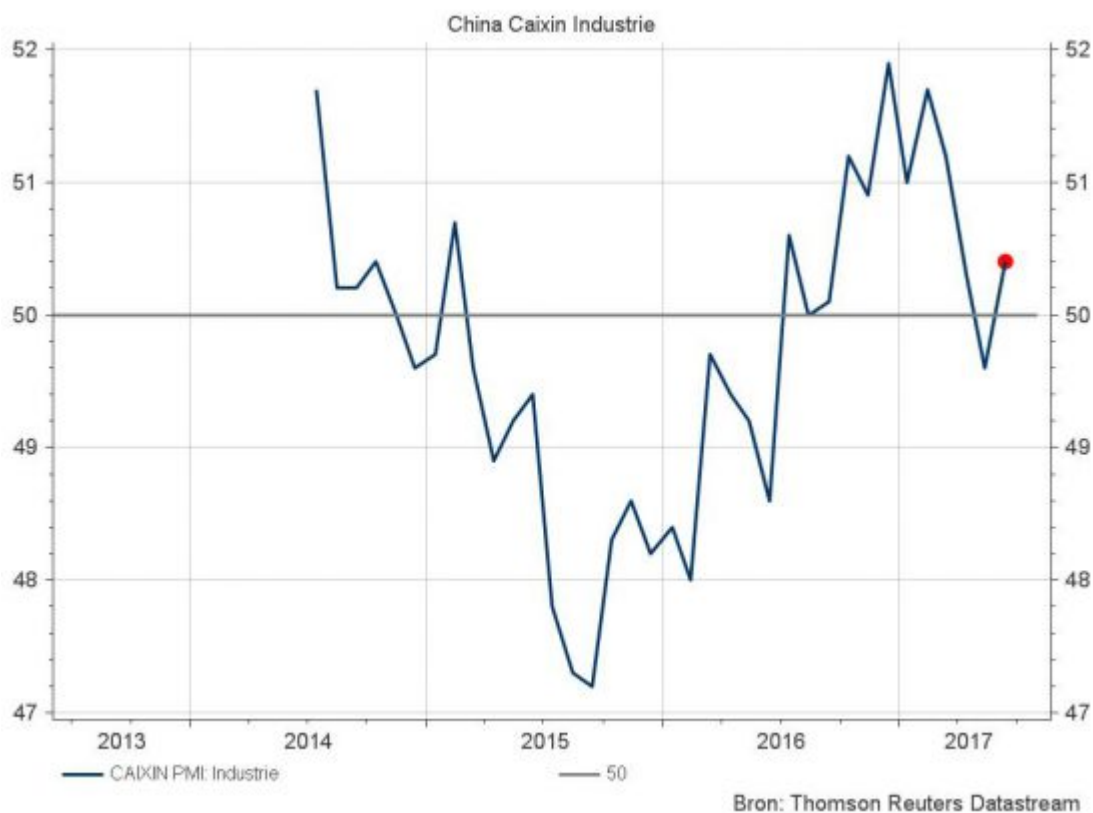
Alleszins was onze prognose over de ISM *bull's eye* ...

Grafiek 7: Conjunctuurindicator voor de Amerikaanse industriële economie (ISM) in vergelijking met onze prognose op basis van vooruitlopende indices.



Ook het Caixin-rapport, dat een vrij accurate voorspelling doet over het toekomstige conjunctuurverloop van de industriële component van de Chinese economie, is zijn appelflauwte van de voorbije maanden, duidelijk te boven aan het komen.

Grafiek 8: Caixin conjunctuurrapport voor de Chinese industriële economie



Ook omtrent dit gegeven maakten we ons in het verleden weinig zorgen. De (vooruitlopende) cijfers over het vrachtvervoer en de exportcijfers stelden ons immers vrij gerust over de onderbouw van de Chinese economie. We blijven er echter van overtuigd dat het te verkiezen valt om op de Chinese beurs nadrukkelijk het accent te leggen in consumptiegerelateerde aandelen. We hebben dat reeds eind 2013 gedaan en konden hierdoor een additionele performance van 30% realiseren.

Grafiek 9: Consumptiegerelateerde aandelen ten opzichte van de Chinese beursindex



Maar de Chinese (en bij uitbreiding de Aziatische) markten hebben momenteel andere kopzorgen, veroorzaakt door een Noord-Koreaanse potentiaat die per se zijn langeafstandraketten wil afvuren op Japan, Zuid-Korea of de VS (of op even wie die een escalatie zou willen veroorzaken). Ook wij vertrouwen dat heerschap niet.

Wolf!