

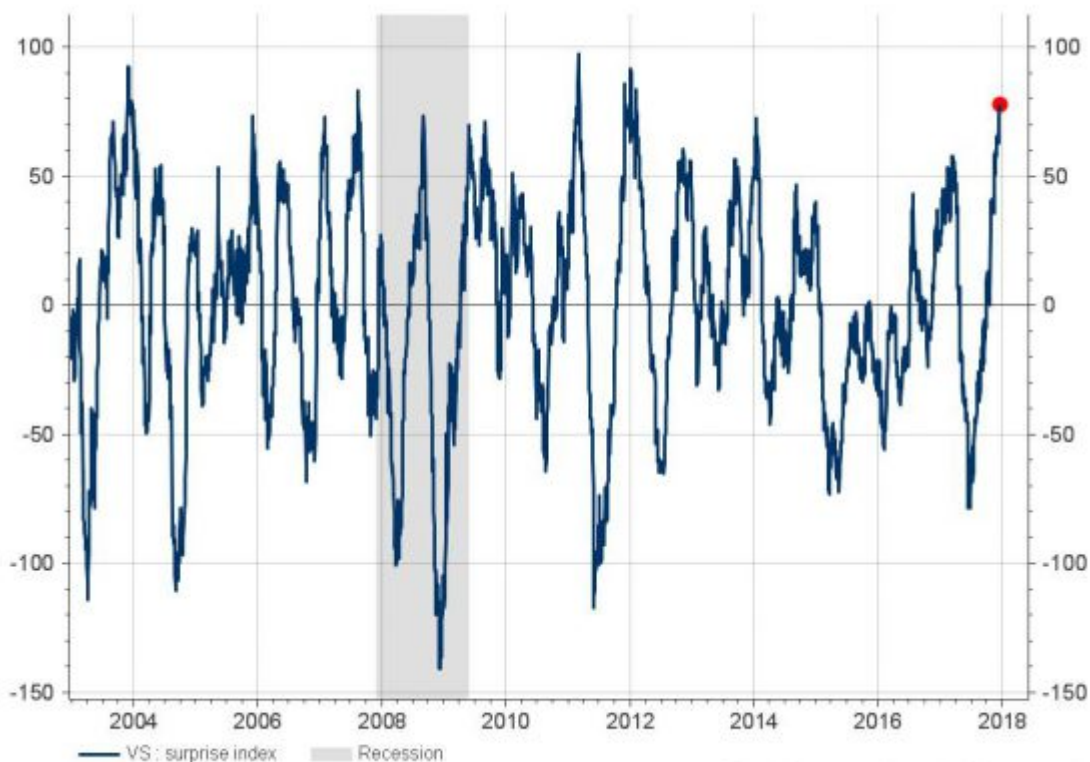
De toekomst weet telkens weer te ontsnappen aan de ketens die haar door allerhande voorspellingen worden opgelegd. We kunnen u dus vandaar weinig zekerheden bieden over het komende jaar, behalve het feit dat in het Chinese jaar van de hond, aandelen- en obligatiemarkten zullen schommelen en de Rode Duivels, na een moeilijke aanvangsfase, de wereldbeker voetbal als extra bagage moeten inchecken op hun terugreis.

Voor al het overige kunnen we alleen beroep doen op onze doorgewinterde inzichten in de mechanica van financiële markten en verwachte patronen in de bewegingen van de meest bepalende factoren.

De verwachte evolutie van langetermijnrentetarieven, risicopremies en bedrijfswinsten vormen de traditionele smaakmakers voor ons scenario en zijn telkens voor een flink stuk bepaald door het conjuncturele pad dat hoofdrolspelers als de VS, de Eurozone en China zullen inslaan.

De Amerikaanse economische groei laat zich hierbij minder makkelijk voorspellen dan in de voorafgaande jaren. De verrassingsindex laat weliswaar een piekwaarde optekenen, maar dat wijst er alleen op dat de gerealiseerde economische prestaties hun verwachtingen van destijds overstijgen. Liever zo natuurlijk, maar het blijft een indicator waarmee we in de achteruitkijkspiegel kijken.

Grafiek 1: Verrassingsindex VSA



Bron: Thomson Reuters Datastream

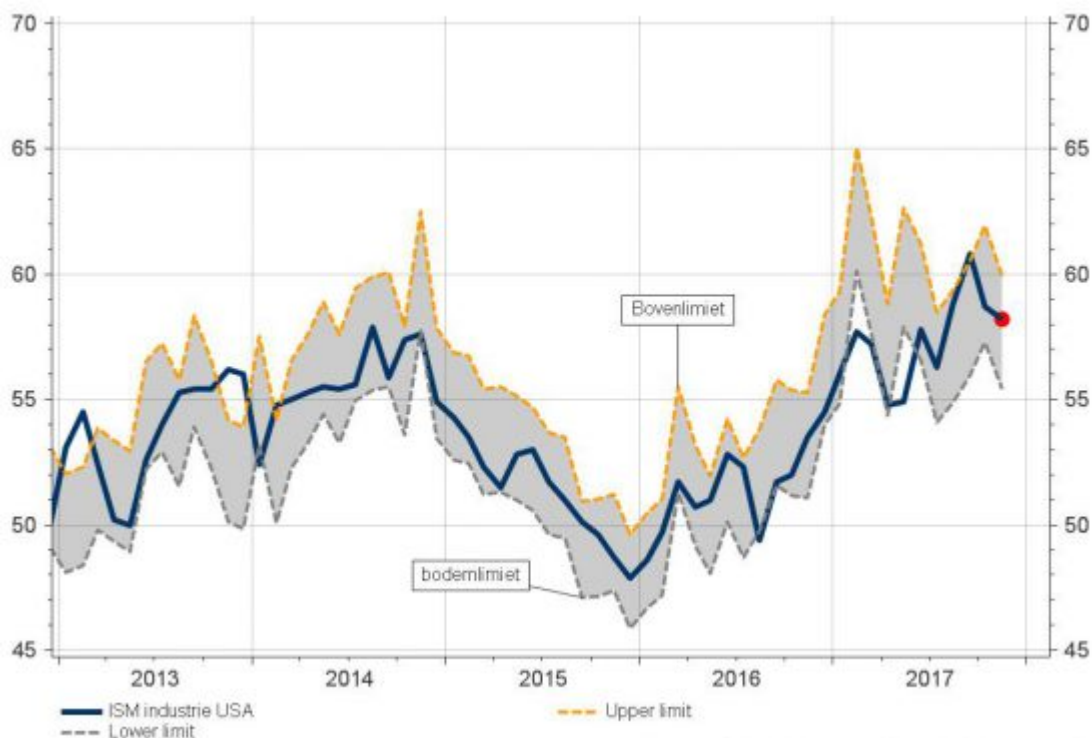
Bij het opstellen van een vooruitblik kan beter beroep worden gedaan op een voorspellende indicator, zoals de ISM-index waarmee de intenties van aankoopdirecteuren over de komende maanden worden gemeten.

De industriële component van deze indicator wijst eerder op een (beperkte) afname van het groeiritme, wat deels in verband moet worden gebracht met de politieke onzekerheden in de VS. Als de belastinghervorming, zoals het er nu naar uitziet, inderdaad op korte termijn goedgekeurd wordt door beide Kamers, dan is echter meteen de voornaamste politieke klif genomen. De effectieve invulling van de beloofde infrastructuurwerken, zou natuurlijk mooi meegenomen zijn maar zal

grotendeels stranden op budgettaire tegenargumenten.

Het pad dat de ISM-indicator intussen is ingeslagen ligt echter nog altijd binnen ons verwachtingspatroon. Meer nog: de recentste cijfers liggen pal in het midden van onze voorspelde zone, die echter licht neerwaarts gericht blijft voor de komende maand.

Grafiek 2: ISM indicator voor de industriële activiteit in de VS



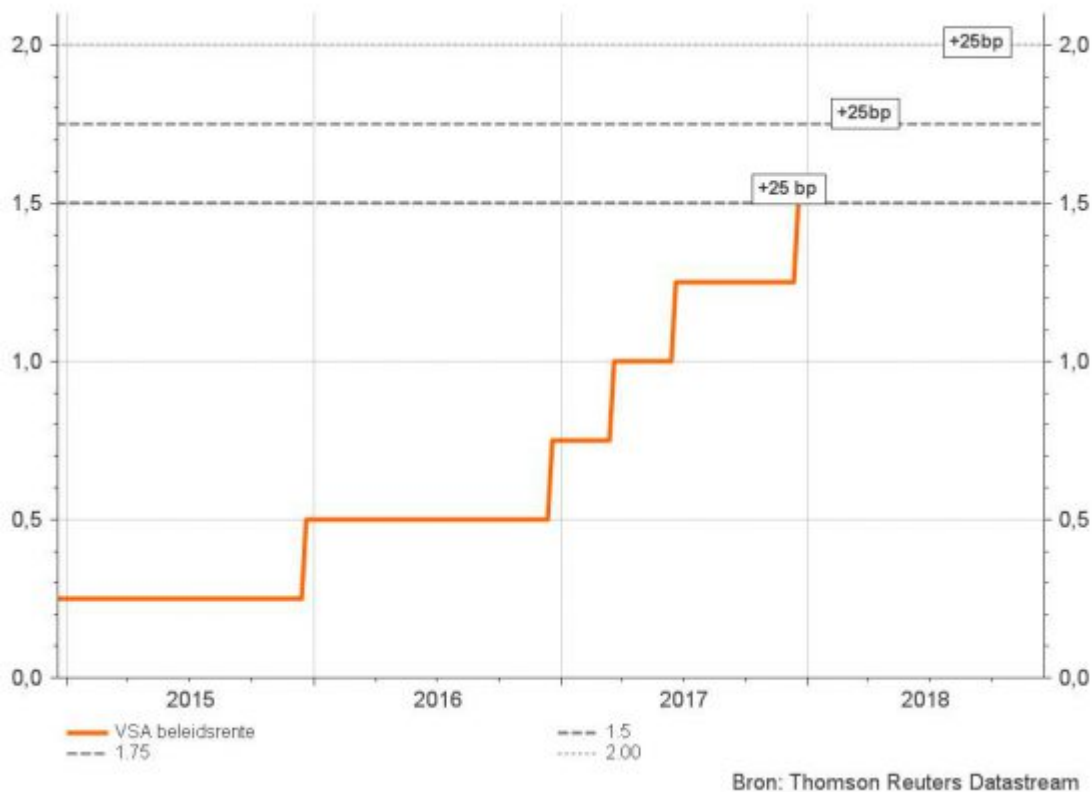
Bron: Thomson Reuters Datastream

We interpretern deze tijdelijke verzwakking eerder als een welgekomen rustpauze die er mee voor zorgt dat de langetermijnrente in de komende maanden slechts een zeer gematigd opwaarts traject ambieert. In combinatie met stijgende bedrijfsresultaten en verwachte risicopremies die zich op een aanvaardbaar peil bevinden, vormt de verwachte evolutie van de langetermijnrente de voedingsbodem voor nieuwe records op de Amerikaanse indices.

Als we deze indicator uitbreiden naar de dienstensector, kunnen we een gelijkaardige beweging vaststellen. Dat wijst op een algemene, allesoverheersende factor die - zij het in beperkte mate - doorweegt op het Amerikaanse investeringsklimaat. In dit geval is deze algemene factor eenduidig de politieke onzekerheid die momenteel doorweegt op de Amerikaanse economie.

De tijdelijke afname van het groeitempo heeft vooral positieve gevolgen. De inflatie blijft hierdoor met grote zekerheid binnen de perken, zodat van de Centrale Bank geen bruske snokken aan de beleidsrente moet worden verwacht. De recente verhoging van het officiële kortetermijnrentetarief was volledig in consensus met de marktverwachtingen. De afscheidnemende Fed-Voorzitter gaf aan dat er volgend jaar waarschijnlijk nog 3 aanvullende verhogingen van telkens 25 basispunten moeten worden doorgevoerd om de beleidsrente verder te normaliseren. De futures-markten blijken overigens slechts rekening te houden met twee verhogingen in 2018 (in maart en november) maar dat inzicht kan snel wijzigen, zodat veiligheidshalve de financiële markten op een drietal verhoging van de Fed-rate worden voorbereid.

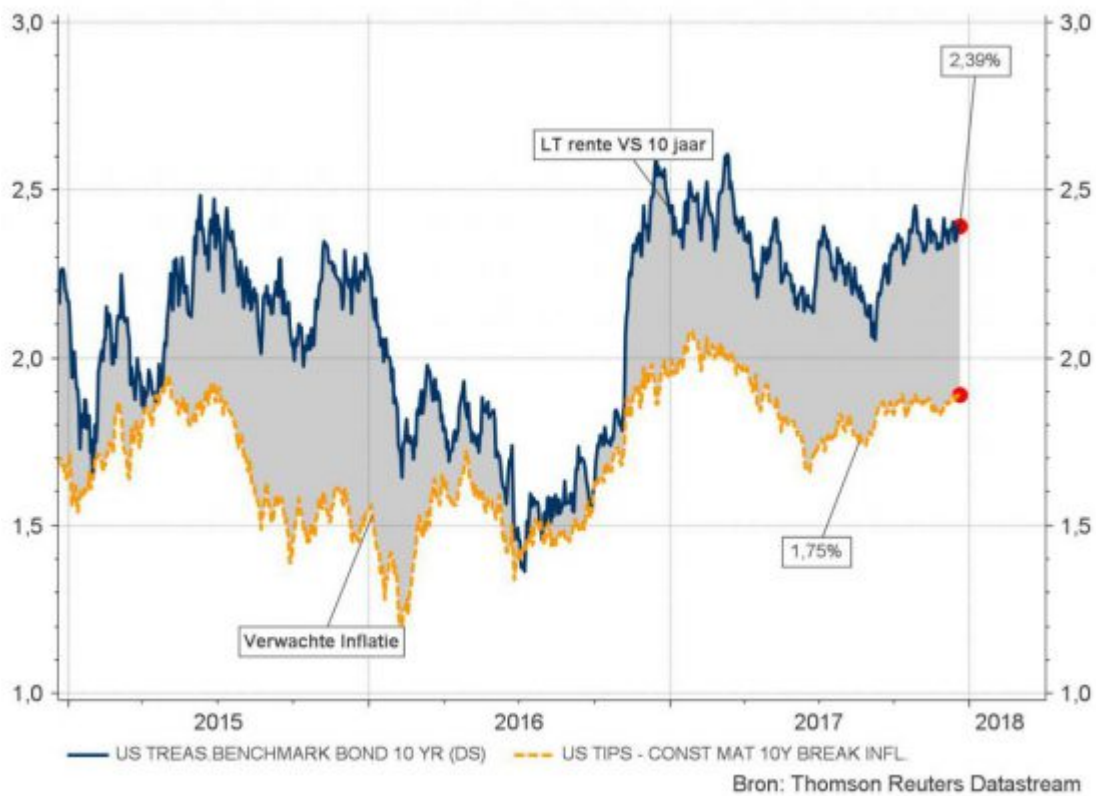
Grafiek 3: Evolutie van de beleidsrente in de VS



De langetermijnrente in de VS blijft tegen zijn laagtrecords aanleunen. Dat is erg opvallend, want de opwaartse conjunctuurfase viert binnenkort al zijn tweede lustrum. Een dergelijke lange expansiebeweging is in historisch perspectief vrijwel ongezien en zou volgens de klassieke inzichten nu gepaard moeten gaan met inflatiegolven en oplopende langetermijnrente. Maar de huidige inflatieverwachting is slechts licht opwaarts georiënteerd en wijst op een zeer gematigd groeipad van de consumptieprijzen, om ergens in 2018 te landen in de buurt van de doelstelling van 2 %.

De langetermijnrente volgt een gelijkaardig opwaarts pad waarbij echter twee aspecten de recente evolutie karakteriseren. De Amerikaanse (nominale) langetermijnrente vertoont een positieve premie van ongeveer 0,5 % ten opzichte van de inflatie, hetgeen weliswaar nog ver uit de buurt is van de verwachte reële groei van de economie.

Grafiek 4: langetermijnrente VS (10 jaar) min verwachte inflatie



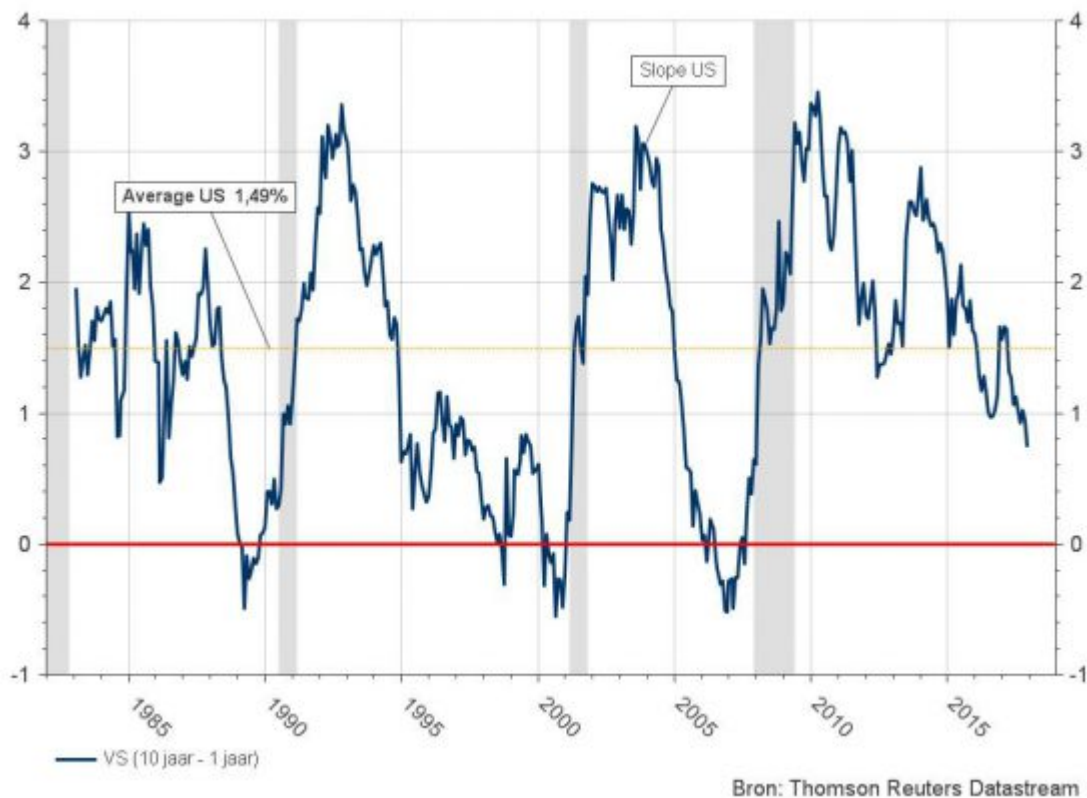
Dit staat in schril contrast met de Eurozone waar de langetermijnrente zich (ver) onder de inflatie bevindt, als ultiem afschrikkingmiddel tegen te defensieve beleggingen. Deze financiële repressie moet beleggers, banken en professionele investeerders ertoe aanzetten om te investeren in aandelen en bedrijfskredieten.

Grafiek 5: Financiële repressie in de Eurozone



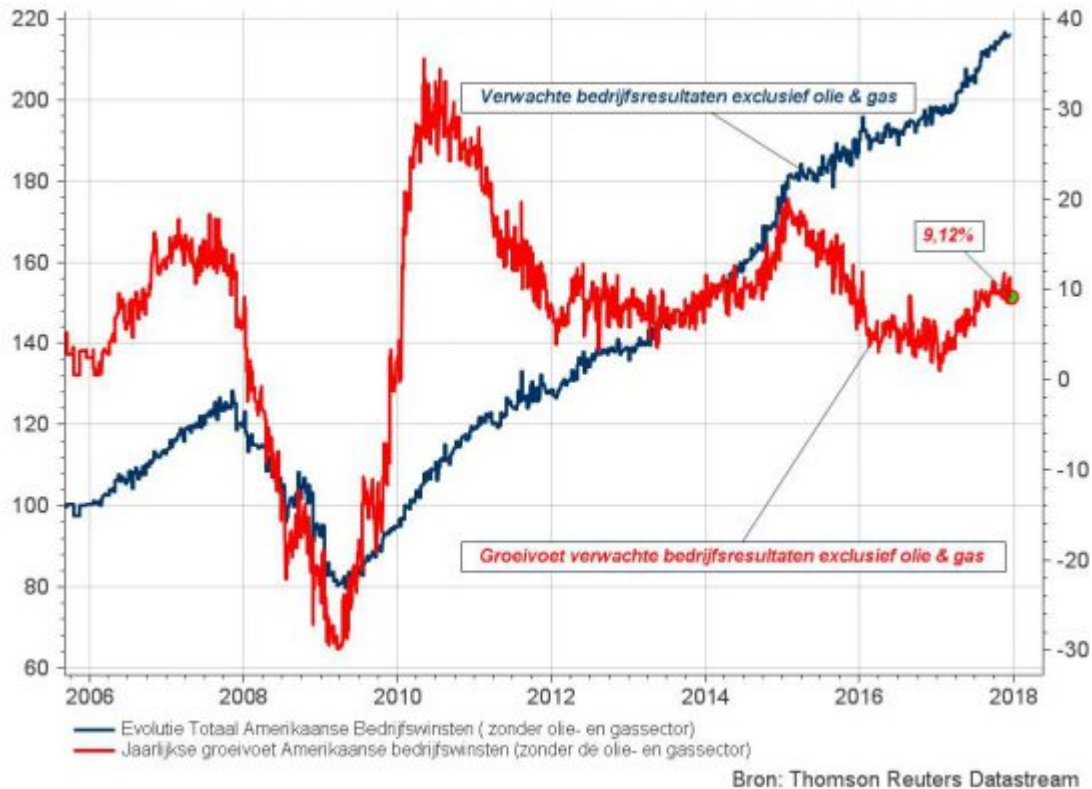
Een tweede merkwaardige vaststelling betreft de hellingsgraad van de Amerikaanse rentecurve, die wordt gemeten op basis van het verschil tussen de rente op overheidsobligaties op 10 jaar en 1 jaar. Dit renteverskil wordt traditioneel geïnterpreteerd als een indicator voor de groeivoet van economische activiteit binnen 3 kwartalen. De hellingsgraad van de Amerikaanse economie neemt echter af waaruit verkeerdelijk de conclusie wordt getrokken dat de kansen op een nakende recessie (sterk) zijn toegenomen. Dit wordt enerzijds tegengesproken door de afnemende risicopremies op bedrijfsobligaties, wat precies wijst op een verdere, relatief probleemloze expansie van de economie. Anderzijds blijkt het afnemende verschil tussen de rente op lange en korte termijn niet zozeer te wijzen op afnemende groeiperspectieven maar eerder op toegenomen vertrouwen in de Amerikaanse Centrale Bank die in staat wordt geacht de inflatie naar haar beleidsobjectief te sturen, zonder enig gevaar op een ongecontroleerde versnelling.

Grafiek 6: Hellingsgraad VS



De vooruitzichten voor de Amerikaanse bedrijfsresultaten blijven intussen hooggespannen maar lijken ons realistisch. Wellicht zal het huidige (bijna) *double digit* groeipad van 9,5 % op jaarbasis in de komende maanden enigszins neerwaarts moeten worden bijgesteld, maar het algemene peil van de ondernemingswinsten blijft nadrukkelijk opwaarts gericht, wat een verdere expansie van de Amerikaanse beursindices mogelijk maakt.

Grafiek 7: Groeivoet en niveau van de verwachte bedrijfswinsten in de VS (exclusief olie & gas)



Ondanks de hoge vlucht van de beurskoersen en de relatief sterk opgelopen koers/winstverhoudingen van Amerikaanse bedrijven, weigert de aandelenmarkt nog altijd om tekenen van overwaardering te tonen. Een vrij conservatief model dat wordt gebruikt om het niveau van de S&P-index te evalueren is het 'Fed-model', destijds in het leven geroepen door Alan Greenspan om de beschuldiging af te wentelen dat hij onvoldoende aandacht gaf aan de vorming van financiële zeepbellen. Bij een dergelijke inschatting van het waarderingniveau baseert men zich op de relatieve ontwikkeling van enerzijds de beursprijzen en anderzijds een ratio die wordt gevormd door de bedrijfswinsten te delen door de langtermijnrente. (Voor eventuele klachten over deze vergelijking moet u zich tot de Fed richten ... )

Grafiek 8: 'Fed'-model voor Amerikaanse aandelen



Een dergelijke vergelijking heeft vanzelfsprekend een duidelijke Achillespees. Een plotse rente-opstoot kan immers het waarderingsbeeld radicaal doen omslaan en op een overwaardering wijzen om een substantiële neerwaartse koersbeweging te verantwoorden.

Toch kan de Amerikaanse beurs tegen een stootje. De verwachte risicopremie bevindt zich immers nog altijd op een gemiddeld niveau, ondanks de substantiële stijgingen op de aandelenmarkten. Een geleidelijke opwaartse langtermijnrentebeweging van (ongeveer) 1 % in 2018 kan hierdoor nog gemakkelijk worden opgevangen, maar zou de risicobuffers voor een belangrijk deel aantasten en daardoor de aandelenkoersen op deze niveaus kwetsbaar maken voor neerwaartse correcties.

Zover hoeft het echter niet te komen wanneer de langetermijnrentevoeten zich (zoals nu wordt verwacht) slechts zeer geleidelijk en met frisse tegenzin naar een hoger niveau tenderen en de bedrijfswinsten zich ontwikkelen aan het voorziene groeiritme. De Europese verwachte risicopremie bevindt zich op hoger peil, wat enerzijds de Europese waarden aantrekkelijker maar anderzijds ook het signaal inhoudt dat de toekomstige ontwikkelingen van Europese bedrijfswinsten als meer risicodragend worden aanzien.

Grafiek 9: Verwachte risicopremie in de VS en de Eurozone





Dit leidt tot een relatief gunstige prognose voor Amerikaanse aandelen, waarbij weliswaar rekening moet worden gehouden met toenemende volatiliteit in het algemeen en belangrijke verschillen in de prestatie tussen individuele waarden in het bijzonder. Dergelijke dispersie tussen individuele waarden vormt een specifiek risico in een beleggingsportefeuille en wordt best opgevangen door middel van een brede spreiding.

De meest onzekere factor die zowel op de Amerikaanse obligatiemarkten als aandelenmarkten weegt, wordt echter gevormd door de moeilijk inschatbare evolutie van de dollarwisselkoers. Ten opzichte van de euro heeft de greenback toch - en dit vrij onverwacht - zo'n 10 % verloren in waarde in 2017. Dit waardeverlies is zeker niet te wijten aan verschillen in verwachte groeicijfers en daaruit resulterende renteversillen tussen de VS en de Eurozone. Integendeel: ondanks de goede prestatie van de Europese economie, heeft deze ontwikkeling zich niet vertaald in hogere langtermijnrente in de Eurozone.

Deze kalmte op het Europese rentefront zal zich zeker nog enige tijd bestendigen vermits de ECB weinig haast lijkt te willen maken met het afbouwen van het *Quantitative Easing* programma. Dit kan de neergang van de dollarkoers dus zeker niet verklaren. Eerder in tegendeel zelfs: wanneer we de reële langtermijnrenteversillen als verklarende factor aanwenden voor de \$/€-wisselkoers, dan zou de Amerikaanse munt in waarde moeten toenemen ten opzichte van de euro. De verklaring moet een paar 1.000 kilometer oostwaarts worden gezocht.

Grafiek 10: US dollar/euro wisselkoers. Modelwaarde en effectieve koers



Het overschot aan reserves in andere munten (vooral dollars) in de kluisen van de Chinese bank moet geleidelijk worden weggewerkt. De goedkeuring van de Renminbi als reservemunt bij het IMF verlaagt immers de reserves die de PBOC in dollar moest aanhouden. Wanneer het langetermijnrenteververschil tussen China en de VS toeneemt wordt de overtollige reserve tegen een hoger tempo op de markt gebracht, met een voorspelbaar gevolg voor de dollarwisselkoers. Deze verkopen dienen ook om de kapitaalvlucht uit China deels te compenseren en af te remmen.

Ondanks een zeer positief economisch rapport dat de Chinese Overheid kan voorleggen over de uitvoering van het transformatieproces dat ze moest opleggen aan haar industrie, blijven de financiële onevenwichten zich opstapelen en vormen de Staatschuld en de hoge schuldgraad van bedrijven een belangrijk aandachtspunt voor de stabiliteit. Door de substantiële groei van de schaduwbanken in China heeft de Centrale Bank minder controle over de financiële flows en hebben monetaire maatregelen minder impact op de ontwikkelingen in de financiële sector. Hier dringen zich doortastendere maatregelen op.

De Chinese bedrijfsresultaten zetten echter hun opwaartse beweging onverminderd voort, zeker wanneer we ons hierbij beperken tot consumptiewaarden, dienstverlenende bedrijven en activiteiten met hoge toegevoegde waarde.

Binnen het geheel van de groeielanden is onze keuze voor 2018 snel gemaakt. De Aziatische markten plaatsen de overige regio's immers op een zeer respectabele achterstand. Wanneer we onze loep hanteren, wordt de keuze nog specifieker met vooral India, Aziatische (en Chinese) consumptiewaarden in de kijker. Uit de overige regio's schuiven we alleen Polen (zowel voor aandelen als obligaties) en een specifieke selectie uit Brazilië naar voor.

Grafiek 11: Verwachte bedrijfsresultaten groeielanden per regio



We eindigen dichterbij huis. Het grootste gewicht wordt gelegd in de Eurozone wat betreft de aandelenmarkten en in Spanje, Portugal, Italië (en in mindere mate Polen) wat betreft obligaties.

De aandelenselectie wordt vooral door keuzes in Duitsland, Nederland, Zwitserland en Zweden gedomineerd. We kijken echter met belangstelling naar het Verenigd Koninkrijk. Als de Brexit-gesprekken in een positieve sfeer worden verdergezet (of als er toch nog een nieuw referendum komt wanneer de Britse regering ten val wordt gebracht?) kunnen Britse industriële waarden een opwaartse sprong maken, gelet op het concurrentiële voordeel dat ze genieten door de scherp teruggevallen koers van het Britse Pond.

Op het monetaire vlak blijft het afwachten tot de ECB uiteindelijk beslist om haar Quantitative easing programma stop te zetten. In anticipatie hierop, zal dit ongetwijfeld de langetermijnrentetarieven wat hoger drijven, maar dat hoeft geen dramatische proporties aan te nemen. De Europese inflatie moet hiervoor echter verder opschuiven naar haar beleidsobjectief.

De gedurfde monetaire politiek van de ECB heeft alleszins zijn uitwerking niet gemist, ondanks de tegenwerking van de bancaire regelgevers en de opgelegde besparingen aan de overheden van de meeste landen die deel uitmaken van de Eurozone.

Het verwachte groeicijfer voor 2017 bedraagt 2,4 % (terwijl de VS maar op 2,2 % zou stranden) maar de OESO voorziet een (lichte) groeivertraging in 2018 tot 2,1 % (terwijl de VS met 2,5 % zou aangroeien). Naar ons aanvoelen weliswaar een onderschatting maar de groeiprognoze van een dergelijk instituut wijst erop dat de economische groei van de Eurozone tegelijk substantieel is maar precair blijft. Iedere afbouw van een monetaire stimulant, zoals quantitative easing als negatieve kortetermijnrente, moet vandaar met de nodige omzichtigheid gepaard gaan.

Dit geldt zeker ook voor de officiële kortetermijnrentetarieven die tot nader order diepgevroren blijven en pas ontdooid



2018, zoals u het nog nooit zag

worden wanneer de kredietgroei in de Eurozone wijst op een robuust herstel.