

Telkens de donkere maand december aan de voordeur klopt, kan de horde economische analisten (waartoe ook wij behoren) niet aan de drang weerstaan om haar licht te laten schijnen over wat komen gaat in het nakende jaar.

Diepgravende beschouwingen, onderbouwd met indrukwekkende berekeningen, voorzien van de nodige hypothesen en assumpties worden vervolgens over het lezerspubliek uitgestort, liefst gesteld in een vakjargon dat bedoeld is om de indruk van enige eruditie op te wekken.

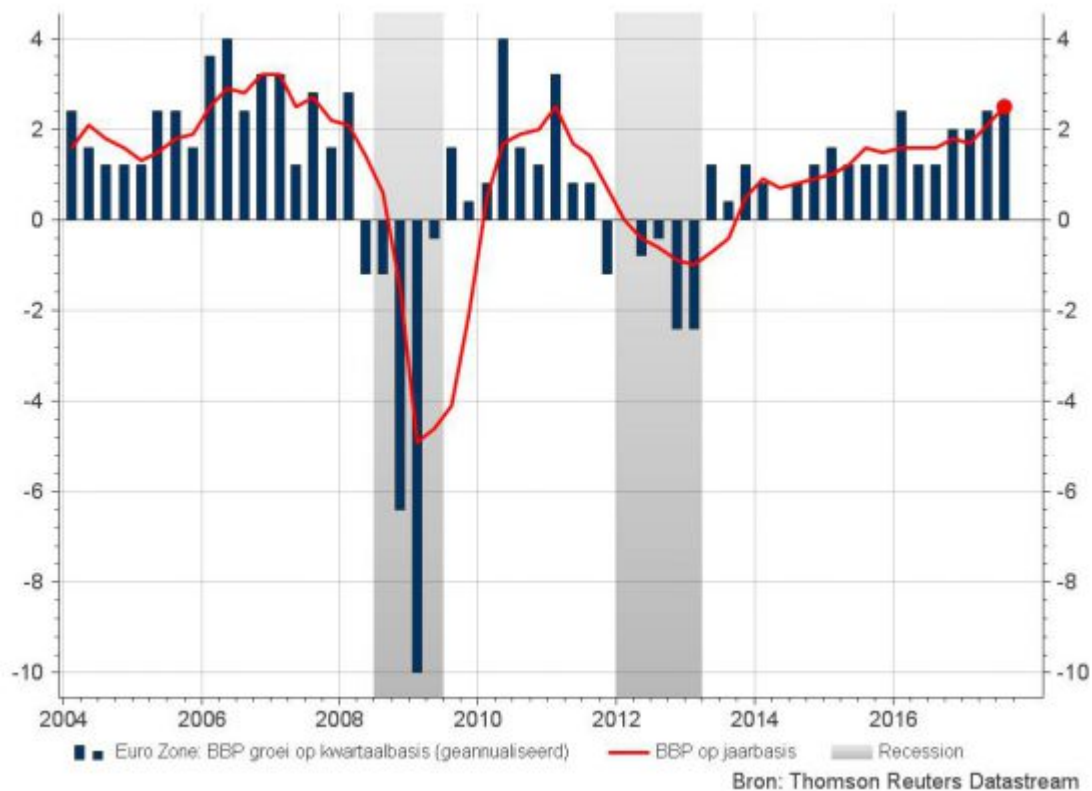
De toekomst spot echter met ons onvermogen om haar in kaart te brengen en al snel worden de hoekstenen onder de meeste scenario's onderuitgehaald door onvoorziene (en onvoorzienbare) gebeurtenissen aan het financieel-economische front of onverwachte plotwendingen op het politieke schouwtoneel.

Vermits u ongetwijfeld onze intens doordachte strategische beschouwingen van vorig jaar al lang ergens in een vergeten uithoek van een kast heeft opgeborgen -hetgeen ook digitaal te interpreteren valt- brengen we u deze toch even in herinnering, vooraleer wij 2018 van zijn sluiers zullen ontdoen.

Ons scenario ging destijds uit van een relatief goede evolutie op de wereldbeurzen, geïnspireerd door de prognose van lage LT rente in de VS en Europa, beperkte opwaartse druk op de KT rente in de VS en de voortzetting van een stimulerende monetaire politiek in de Eurozone, waar de negatieve KT rente van de ECB de kredietmotor op gang zou brengen en haar *quantitative easing* politiek de economie uit het slop moest trekken via het systematisch opkopen van obligaties waardoor een extreem lage lange termijnrente ontstond. Zo geschiedde het ook.

De economische indicatoren wijzen inderdaad momenteel op een robuust herstel in de Eurozone, zodat we enerzijds ons geduld beloofd zien en anderzijds dermate overtuigd zijn van de onderliggende kracht van de economie dat onze Europese aandelenposities overwogen blijven.

Grafiek 1: Conjunctuur Eurozone



We houden hierbij wel rekening met het feit dat hoe dan ook het *quantitative easing* programma ooit moet aflopen en onvermijdelijk tot (wat) hogere LT rente aanleiding zal geven. Maar dit fenomeen levert tegelijk een bevestiging van de economische opstanding van de Eurozone, terwijl de ECB dermate voorzichtig te werk zal gaan dat haar politiek onmiddellijk bijgesteld kan worden, indien dit nodig zou blijken. Of om eens vakjargon te gebruiken: Het balanstotaal is voor de Europese Centrale Bank geen beleidsobjectief.

De conjunctuurindicatoren van de Eurozone kozen een opwaarts pad waar de economie intussen nog verder op lijkt te versnellen, de werkloosheidsgraad wordt verder teruggedrongen, de consumptie wordt aangezwengeld en de bedrijfswinsten (eindelijk) terug naar hun precrisis niveau evolueren. In de VS liggen de bedrijfswinsten overigens al sinds 2012 ruim boven hun piek van 2008. De financiële crisis heeft dan ook in de VS opvallend minder schade aangericht dan in Europa. Bij de meeste Europese landen lag (en ligt) het balansgewicht van de grootbanken 200% hoger dan het BBP. In de VS bedraagt dit slechts 70% van het BBP! Voeg hieraan toe dat de VS al begin 2009 de nodige liquiditeitsinjecties in haar financieel systeem doorvoerde, terwijl de Eurozone eerst een onnodige existentiële crisis moest te boven komen en tot november 2011 diende te wachten vooraleer een moedige ECB voorzitter de immer kibbelende Europese politici wist te overtuigen om het nodige te doen. Het was toen 1 seconde voor twaalf.

De beurzen van de groeielanden zouden volgens onze prognose in 2017 een eerder bescheiden herstel kennen, behoudens in India waar de beurzen nog over een substantieel opwaarts potentieel beschikten (en beschikken) en een deel van de Chinese beurs, meer bepaald consumptiegerelateerde waarden en bedrijven met productiviteitsverhogende technologie, zowel voor de interne markt als de export. De Chinese Overheid wenst immers zeer nadrukkelijk in deze richting te sturen om haar economie tegelijk schokbestendiger te maken en aan te passen aan de nieuwe demografische realiteit waarmee ze geconfronteerd wordt. Deze politiek houdt in dat bepaalde onderdelen van de economie worden gestimuleerd terwijl er andere dienen te worden afgekoeld.

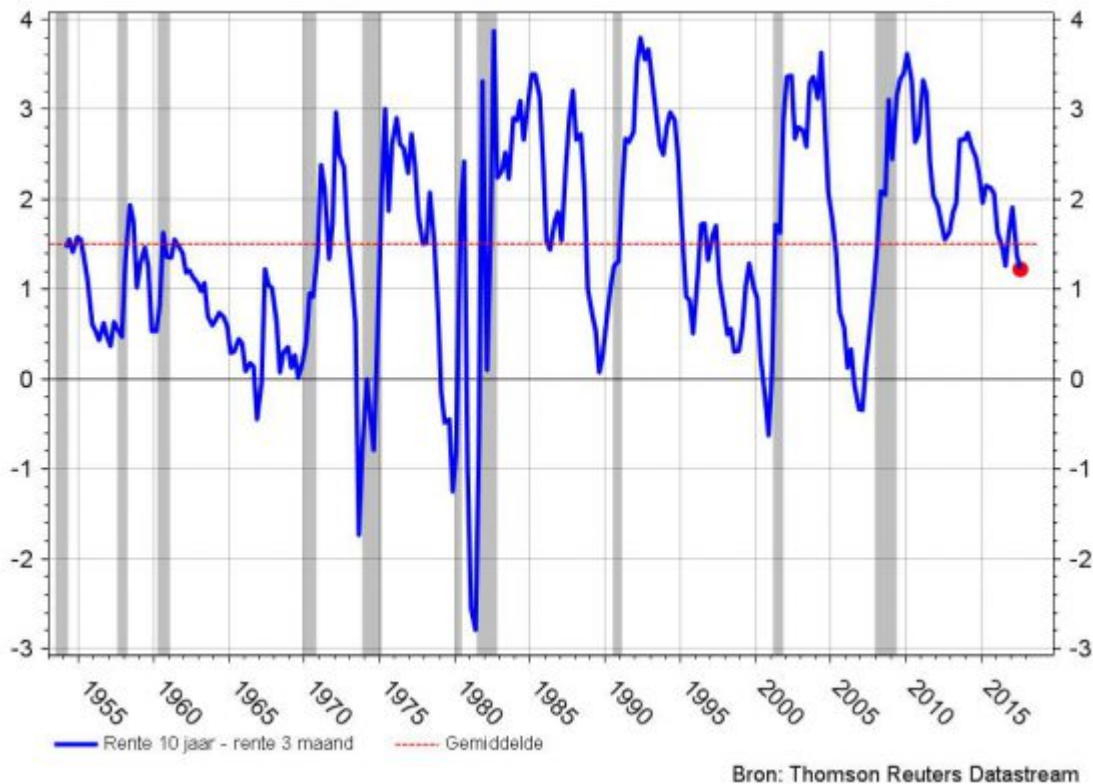
Dit is vanzelfsprekend niet zonder risico maar zonder dergelijke structurele ingrepen zou de Chinese economie in de komende jaren ten onder gaan aan opeenvolgende inflatiegolven. Maar deze politiek lijkt aardig op weg om te lukken zodat de Chinese economische groei zich weliswaar op een lager groeipad bevindt maar een veel kwaliteitsvoller en duurzamer karakter heeft. Ook het schuldprobleem waarmee de Overheid duidelijk te kampen had (en heeft), lijkt beter onder controle te zijn gebracht op basis van een aantal doortastende ingrepen. De diverse inflatie-indicatoren duiden op een zeer moderate ontwikkeling, deels door het succesrijke monetaire beleid, deels ook door de relatief stabiele voedsel- en grondstoffenprijzen op de wereldmarkten.

Ook het groeiritme van de wereldeconomie zal in 2018 nog enkele opwaartse gerichte bijstellingen kennen maar we bewegen ons hierbij met rasse schreden in de richting van een mature fase van de economische conjunctuur waardoor de ontwikkeling van inflatie nadrukkelijker moet worden opgevolgd. Vooral de VS is reeds erg ver opgeschoven op haar conjuncturele pad nadat haar economie in 2018 een dubbel lustrumviering mag aankondigen na 10 jaar van economische expansie. Aanvankelijk werd de Amerikaanse economie nog voortgestuwd door haar dominante dienstensector maar recent werd dit ondersteund door een relatief krachtige opstoot van haar industrie.

Hoewel... Uit onze prognose blijkt dat zich vooral in deze component een (naar alle waarschijnlijkheid, tijdelijke) groeivertraging lijkt in te zetten. Enerzijds staat dit wellicht in verband met de toenemende kans dat de capricieuze Amerikaanse President er niet in zal slagen om noch de beloofde belastingverlagingen, noch de aangekondigde infrastructuurwerken door de beide Kamers goedgekeurd te krijgen. De olopende begrotingstekorten doen nu al bij veel Republikeinse congresleden de wenkbrauwen fronsen, zodat de gevoeligheid voor verdere budgettaire lasten (door investeringen in infrastructuur) of lagere inkomsten (door belastingverlagingen) sterk is opgelopen. Dat deze spanningen zich (waarschijnlijk) binnen enkele jaren zullen terugbetalen via hogere economische groei, houdt geen boodschap in voor politici die op korte termijn herverkozen willen worden.

Een economie die zich in een dergelijke laatconjuncturele fase bevindt, neigt gewoonlijk naar een hoger inflatieniveau wat de Centrale bank verplicht om in te grijpen met verhogingen van haar beleidsrente, hetgeen ook de LT rente hoger drijft. Dit patroon lijkt zich deze keer in de VS niet te gaan doorzetten. De inflatieverwachtingen benaderen hun doelstellingen, zonder al te veel risico op *overshooting* terwijl de LT rente slechts met frisse tegenzin (wat) hoger klimt. Investeerders die in het recente verleden gegokt hebben op het steiler worden van de rentecurve (dit is een toename van de LT rente in vergelijking met de beleidsrente op korte termijn) moeten intussen aankijken tegen substantiële verliezen. Hun ontgoocheling is niet onbegrijpelijk. Een stevige economische groei gaat meestal gepaard met hogere inflatie en vandaar toenemende LT rente. Met dat is zeker geen wet van Meden en Perzen. De vervlakking van de rentecurve die we momenteel waarnemen, waarbij de LT rente relatief minder toeneemt dan de KT rente, weerspiegelt vooral het vertrouwen van obligatiebeleggers in het beleid van de Centrale Bank in haar (toekomstige) strijd tegen inflatie.

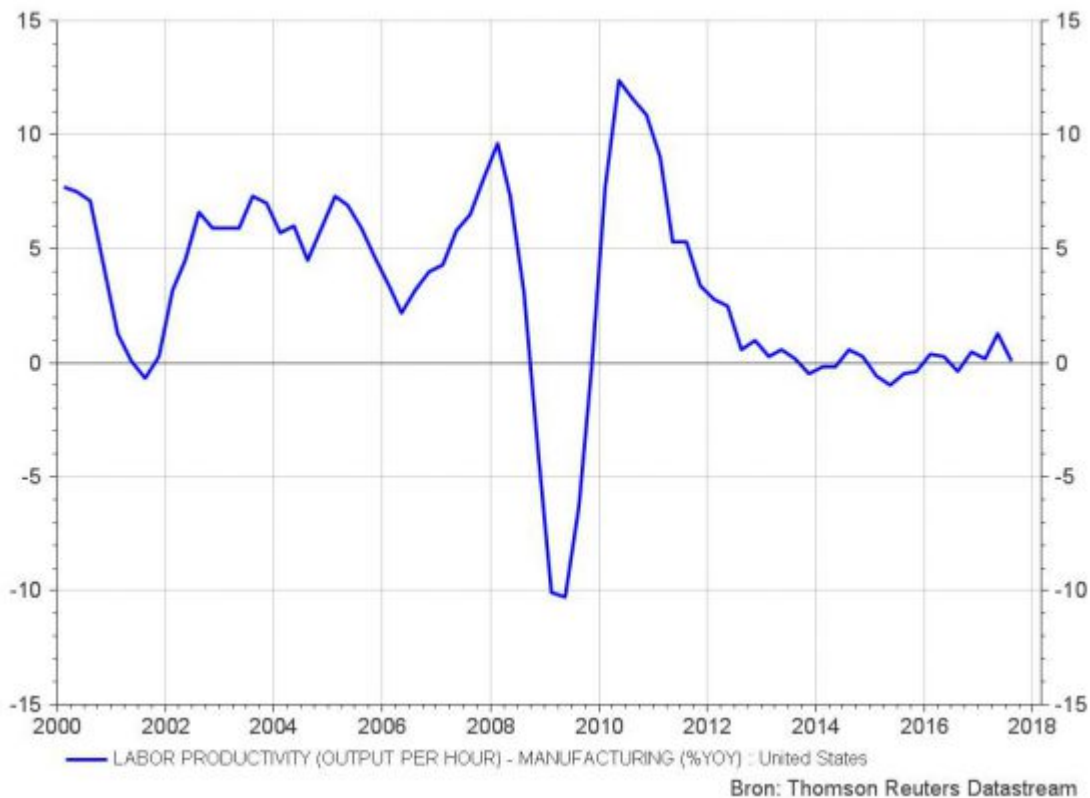
Grafiek 2: Rentecurve VS: verschil tussen de LT en KT rente



Gelet op de verwachte dip in de Amerikaanse conjunctuercijfers en vooral het uitblijven van loonstijgingen (boven het gewenste niveau) lijkt inflatie inderdaad weinig gevaar te vormen.

Het blijft echter verbazend dat de lonen in de Amerikaanse economie (en vooral dan de industriële sectoren) niet tegen een veel sneller ritme aangroeien, zoals dat bijvoorbeeld werd vastgesteld tijdens een gelijkaardige conjuncturele opstoot in 2004. Toch zijn er belangrijke verschillen in vergelijking met de huidige situatie: Vooreerst blijft de aangroei van vacatures zeer bescheiden, terwijl ook de productiviteit in de Amerikaanse industrie nauwelijks aangroeit en de bedrijven vandaar verplicht tot verdere besparingen en efficiëntieverhogende maatregelen.

Grafiek 3: Productiviteitsgroei in de Amerikaanse industrie.



Dit vormt vanzelfsprekend geen goed uitgangspunt voor werknemers die een stevige loonsverhoging willen bepleiten. Ook de salarisstijgingen in de dienstensector blijven eerder bescheiden maar dit cijfer wordt in belangrijke mate beïnvloed door de negatieve loonontwikkelingen in de klassieke kleinhandelssector die zwaar te lijden heeft onder concurrentie van aanbieders met een digitaal netwerk.

Binnen de aandelenposities werd in 2017 weliswaar een overweging toegekend aan Europese aandelen, vooral gelet op de hogere risicopremie in vergelijking met de VS. Maar de sterke prestaties van de Amerikaanse bedrijfsresultaten lieten ons niet toe om het Nieuwe Continent zwaar te onderwegen in onze portefeuilles. Te meer ook omdat de beurzen in de VS een aantal zeer typische bedrijven bevatten, zoals Apple, Amazon of Alphabet (we beperken ons tot deze die beginnen met de letter "A" ... ) die in een beleggingsportefeuille niet kunnen ontbreken.

Grafiek 4: Evolutie van enkele aandelenbeurzen sedert 1/1/2017. (Returnindex in euro)



Wellicht situeert zich daar ook de grootste ontgoocheling uit ons voorgestelde scenario. De S&P 500 index wist inderdaad zijn Europese tegenhangers achter zich te laten in 2017, maar uitgedrukt in euro ging een flink deel van deze winst verloren in de onverwachte daling van de Amerikaanse wisselkoers.

Grafiek 5: Evolutie S&P 500 index, uitgedrukt in euro en US \$, vergeleken met MSCI Eurozone



We hadden ons weliswaar scherp afgezet tegen populaire mening die gold bij het begin van 2017 dat de protectionistische koers van de nieuwbakken Amerikaanse President de dollar naar hogere koersen zou doen evolueren in vergelijking met de euro, maar aan een scherpe daling hadden we ons zeker niet verwacht. Het reële LT renteververschil tussen VS en de Eurozone, dat in het verleden een vrij betrouwbare indicatie wist te geven, levert geen verklaring voor de terugval van de dollarkoers. Integendeel: Het reële renteververschil wijst momenteel zelfs op een belangrijk opwaarts potentieel van de Greenback.

Ook op economisch vlak is er geen directe indicatie voor een dergelijke terugval. De conjunctuurverwachtingen zijn weliswaar sterk verbeterd in de Eurozone maar ook de VS wist beter uit de hoek dan initieel werd aangenomen. De verklaring voor de snoekduik van de wisselkoers is dan ook elders te zoeken, met name bij het gedrag van de Chinese Centrale Bank die in haar eigen economie bewust een liquiditeitsschaarste organiseert om haar schuldprobleem te beheersen en hierdoor de LT rente in China sterk liet oplopen in verhouding met de VS. Na de recente aanvaarding van de Chinese Renminbi als reservemunt van het IMF heeft de PBOC een overschot aan reserves, vooral dan in US dollars. De kostprijs voor het aanhouden van deze overtollige reserves weegt zwaar door wanneer de rentever verschillen dermate oplopen en vandaar dollars op de markt worden gesmeten.

Dergelijke discretionaire beslissingen zijn echter moeilijk te voorspellen of in te bouwen in een statistisch model. Wanneer we, bijkomend aan het renteververschil met Europa, ook het renteververschil met China opnemen als verklarende factor, dan komt onze modelwaarde voor de dollar korter bij de huidige koers, maar onvoldoende om nu te kunnen aangeven dat de dollarwisselkoers zich momenteel op een verantwoord niveau bevindt. Het vermoeden van een belangrijke onderwaardering blijft bestaan, hetgeen wellicht in verband staat met tijdelijke politieke factoren.

Grafiek 6: US \$ / € Wisselkoers versus modelwaarde op basis van rentever verschillen met de Eurozone en China. De grijze zone geeft het betrouwbaarheidsinterval weer. (Hoe hoger de curve, hoe zwakker de \$ wisselkoers)

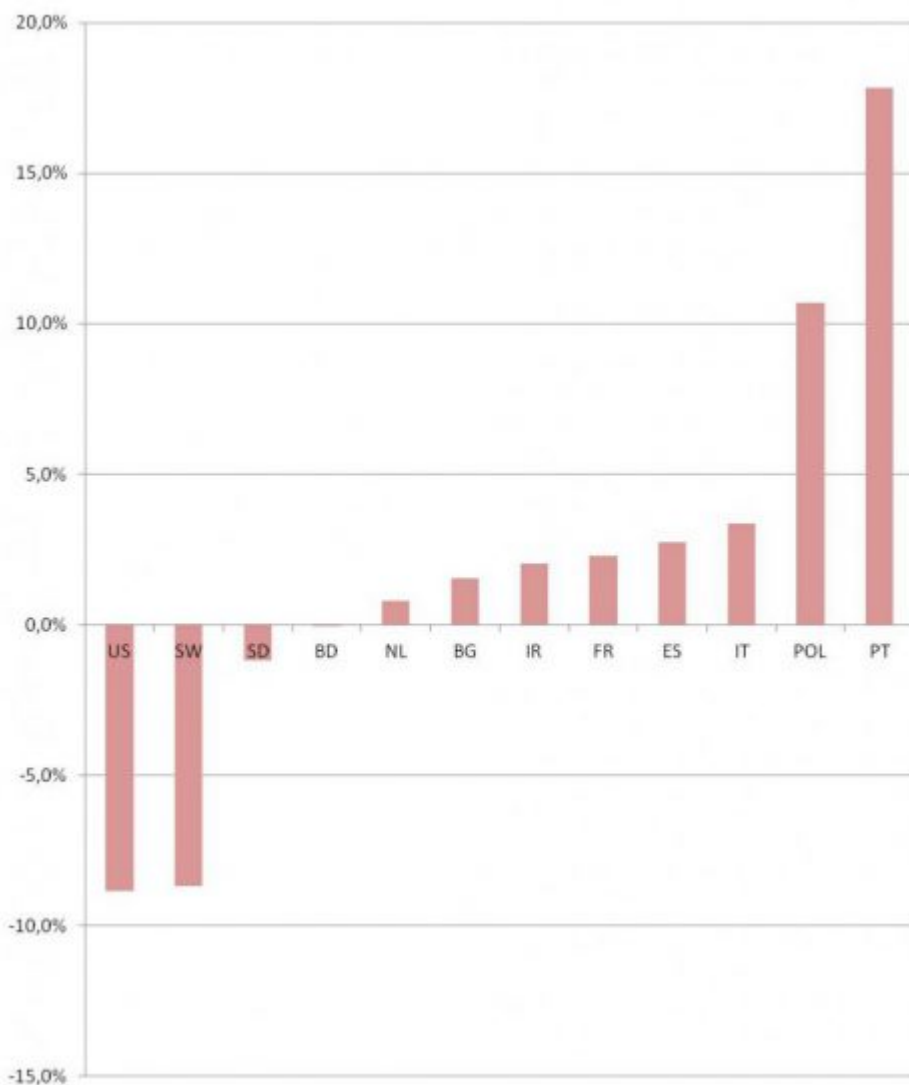


Obligatieposities nemen een belangrijk gewicht bij de asset allocatie van defensieve beleggingsprofielen. Dergelijke investeringen moeten de portefeuille schokbestendiger maken door het relatief rustige koersverloop en de vaste inkomsten die met deze vorm van beleggingen worden geassocieerd. Maar de rentevergoeding is (om terechte redenen) dermate laag geworden, terwijl de volatiliteit van aandelen nauwelijks hoger is, zodat de posities in de traditionele sterkhouders van defensieve portefeuilles in belangrijke mate worden onderwogen.

Toch moet deze positionering enigszins worden genuanceerd: De lage schommelinggraad van breed gespreide aandelenindices maskeert een toegenomen dispersie tussen individuele aandelen, terwijl we met bepaalde obligatiekeuzes in 2017 toch een interessant potentieel wisten aan te boren. We legden hierbij nadrukkelijke accenten in Spaanse, Italiaanse en Ierse staatsobligaties (ergens rond looptijden van 7 jaar) en hebben deze posities aangevuld met gedurfde investering in Poolse overheidsobligaties en staatsleningen uit (voornamelijk Aziatische) groei landen. Dit bleek een behoorlijk goede selectie in te houden. De schitterende prestaties van Portugese obligaties hebben we helaas grotendeels aan ons moeten laten voorbijgaan. Maar dat was niet het gevolg van een slechte inschatting maar is louter toe te schrijven aan de kredietrating van Portugal die destijds ons niet toeliet om hier te investeren. Deze situatie is intussen gewijzigd zodat onze positie versneld met Portugese obligaties wordt aangevuld. We bleven ostentatief afwezig in Duitse, Belgische en Nederlandse obligaties, terwijl Frans Staatspapier slechts een zeer tijdelijke opportuniteit bood maar, net zoals de meeste beheerders, werd ook een beperkte positie in Amerikaanse Treasuries aangehouden met het intussen gekende negatieve resultaat door de capriolen van de dollarwisselkoers.

Tabel 1 : Rendementen van diverse Overheidsobligaties sedert 01/01/2017 (returnindex in euro)





Portugese overheidsobligaties in het looptijdsegment tussen 7 tot 10 jaar lieten sinds 1/1/2017 een totale return van liefst 17,8% optekenen. In Polen viel er 10,7% te rapen. In Italië en Spanje respectievelijk 3,4% en 2,7%. Negatieve uitschuivers moesten worden opgetekend in Zwitserland en de VS met een trieste prestatie van -8,9%, grotendeels toe te schrijven aan de evolutie van de wisselkoers.

In een volgende bijdrage wordt 2018 voor u volledig ontmaskerd.