

Een jaar en een week of zo geleden bleek dat de inaugurale toespraak van de nieuwbakken Amerikaanse president hooguit een verlengstuk was van de onwaardige verkiezingscampagne waarbij beide partijen zich vergenoegden tot het uitspuwen van krenkende commentaren en wat opzichtig gespetter met modder.

Deze dag symboliseerde de overwinning van de opgestoken middenvinger van rechts op het vermanende wijsvingertje waarmee de Democratische Partij op de linkerflank, wellicht wat te irritant, stond te zwaaien. De dag ook dat platvloerse, populistische argumenten uit het Amerikaanse *Hartland*, de pseudo-intellectualistische argumenten in het zand deden bijten van de stranden van de Amerikaanse West- en Oostkust. Geen van beide kandidaten wist destijds bij ons enig enthousiasme op te wekken, maar toch durfden we destijds onze voorkeur uitspreken voor Trump - natuurlijk niet vanuit enige vorm van appreciatie van 's mans levenswandel of ideeëngoed, maar louter op statistische basis. Vanuit het perspectief van financiële markten is er immers geen betere president voor de VS dan deze met weinig politieke steun. En laat nu precies deze grofgebekte twitteraar ons hieromtrent de grootste garantie bieden.

En zo geschiedde het. We vroeger u om samen met ons door de muur van zijn onrealistische beleidsproposities heen te kijken en enkel aandacht te hebben voor de realisatie van de voorgestelde belastinghervorming - los van sociale rechtvaardiging (die zich ergens op de lange termijn situeert, maar op korte termijn steeds de nodige vragen oproept) maar vooral gericht op de (vermoedelijke) aanvullende groei-impuls die hiervan uitgaat. Meer hebben we voorlopig niet nodig.

Dankzij of ondanks (we laten het oordeel aan u over) de zittende president wisten de Amerikaanse beurzen een knalprestatie neer te zetten (en dat levert nog steeds de beste onderbouw voor de vorming van welvaart en pensioenvoorzieningen op lange termijn).

Grafiek 1: Evolutie S&P returnindex in USD en EUR, vergeleken met MSCI eurozone returnindex



Het argument dat dit recordniveau wijst op de vorming van een zeepbel, kan tot nu toe met klem worden tegengesproken.

De bijzonder lage beursvolatiliteit, in vergelijking met de verwachte risicopremie die zich nog steeds op een langjarig historisch gemiddelde bevindt, gecombineerd met indrukwekkend gestegen bedrijfsresultaten leveren voorlopig voldoende verantwoording. Het Fed-model, waarbij de verhouding tussen bedrijfsresultaten en rente in vergelijking met de evolutie van de Amerikaanse beursindex, duidt zelfs op een onderwaardering in historisch perspectief. Een dergelijke vergelijking is echter zeer schatplichtig aan het extreem lage niveau van de langetermijnrente. Bij een opwaartse beweging van de rente smelt deze kennelijke onderwaardering dan snel weg, tenzij het groeicijfer van de ondernemingswinsten een dergelijke rentebeweging weet te neutraliseren. Maar laat dat nu precies het verwachte scenario zijn ...

Ook het macro-economische beeld geeft aan dat de Amerikaanse beurzen gesteund zijn op stevige fundamenten: Zeer lage werkloosheid, waarbij het huidige groeiritme van de loonmassa vooralsnog niet van aard is om een inflatiespiraal opgang te trekken en conjunctuurindicatoren die steevast wijzen op stevige economische groei die echter geen oververhittingsgevaar inhoudt.

Onze meest recente prognose wijst echter op een lichte afzwakking van het groeiritme van de bedrijfsactiviteit in de industriële sectoren, hetgeen opnieuw zal bijdragen aan de stabilisatie van de langetermijnrente en de verhoging van de beleidsrente zal beperken tot 2 à 3 stappen van 25 basispunten in 2018, net zoals de afscheidnemende voorzitter van de centrale bank een maand geleden nog vooropstelde. Deze vaststelling heeft echter ook als onbedoelde bijwerking dat de dollarwisselkoers enigszins wat verder kan verzwakken, wat door de staatssecretaris van financiën, aandoenlijk opportunistisch, wordt omschreven als een bewuste strategische zet om de Amerikaanse concurrentiepositie te versterken ten opzichte van euroland en China. Daarover straks (veel) meer.

Grafiek 2: Evolutie van de industriële conjunctuurindicator in de eurozone

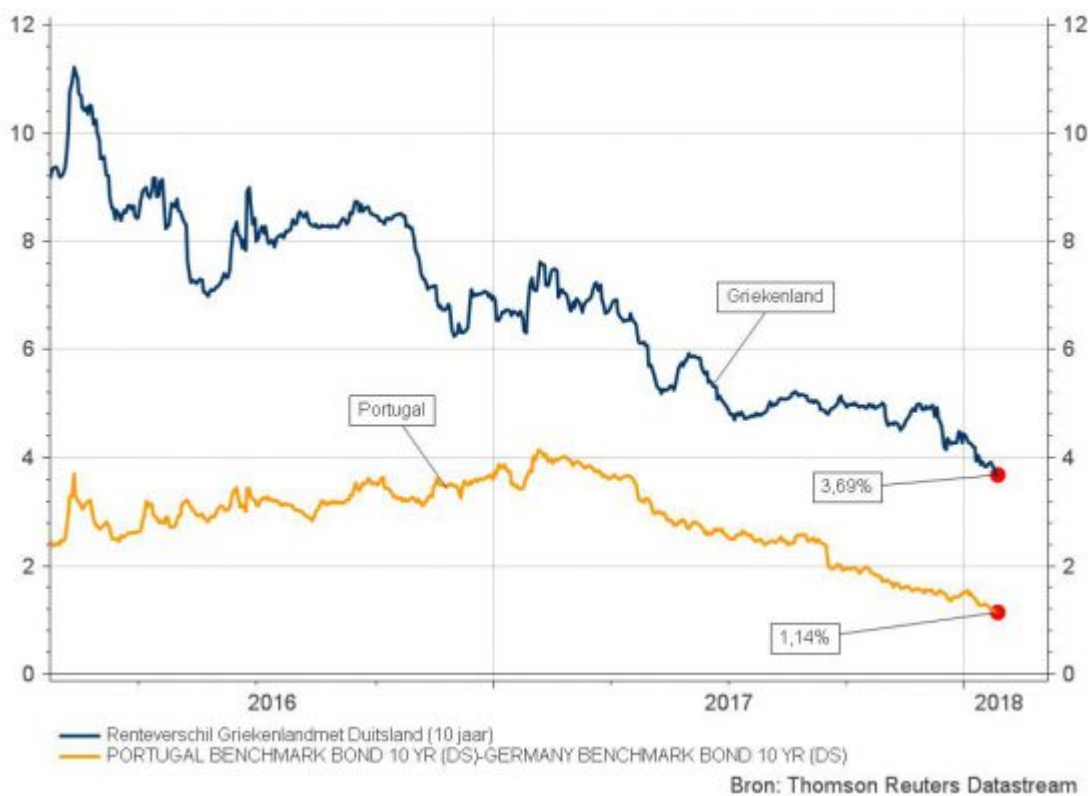


De eurozone wist zich intussen uit haar economische moeras te trekken. De impasse werd destijds gecreëerd door een ware identiteitscrisis in 2011 en (vooral) door de immer weifelende Europese politici, die algemeen Europees belang niet in balans wilden brengen met de roep van hun lokale, electorale achterban, die op haar beurt werd opgejut door het

oppervlakkige betoog van haar populaire media en vandaar de crisis onverantwoord lang lieten aanslepen tot aan het “Minsky-punt”. Dit is het moment waarop de economische mechanismen uitgeschakeld worden en de financiële markten de boel dan maar de boel laten, zoals dit dreigde te gebeuren in oktober 2011. Enkel door het doortastende optreden van de ECB (waarschijnlijk grotendeels op eigen houtje) kon het tij alsnog worden gekeerd, ondanks het misbaar van politici en de zeer negatieve kritiek van de media. Maar vooral de slecht getimede, snoeiharde besparingen in de overheidssector, gecombineerd met het verstrengde regelgevende kader (en dit vooral gericht op aspecten van het bankbedrijf die wel de economische groei in de hand werken maar niet het risico verhogen) hebben het herstel van de economische activiteit onnodig lang tegengewerkt.

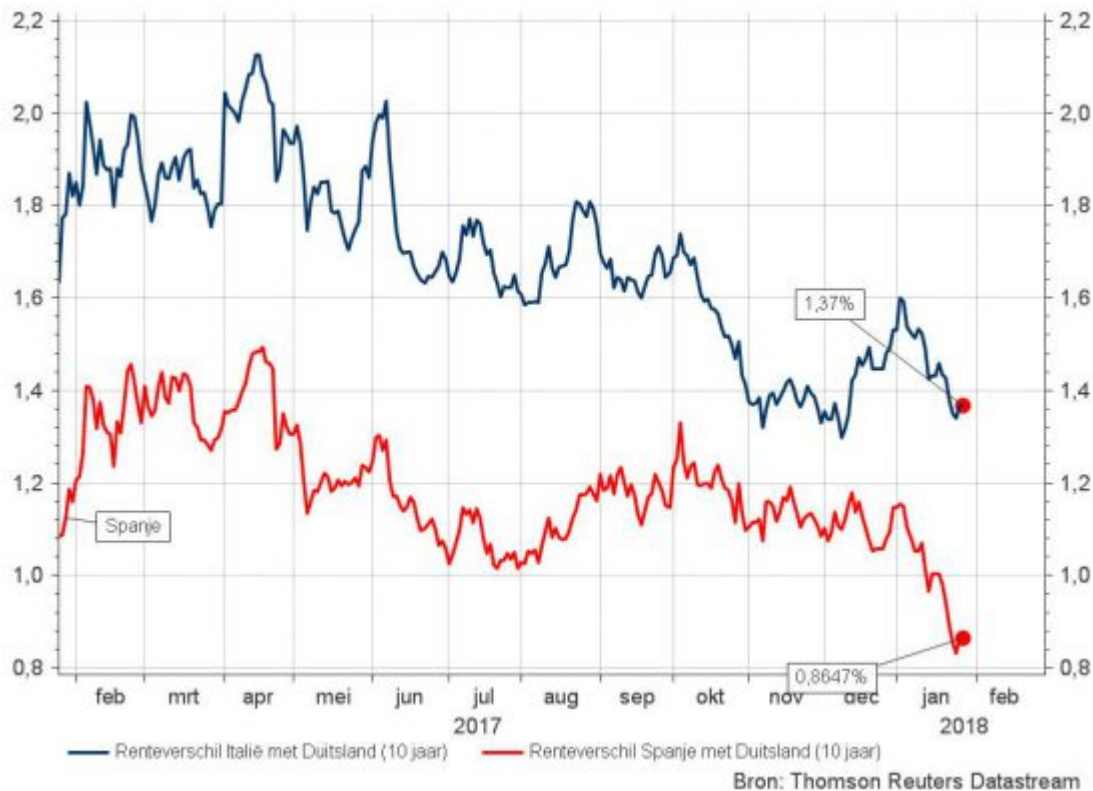
De interne spanningen in de eurozone werden het meest gesymboliseerd door de precare financiële situatie in Griekenland en Portugal.

Grafiek 3: Rentever verschillen Portugal en Griekenland met Duitsland (10 jaar overheidsobligaties)



Maar eens de schijnwerpers weg werden gehaald konden deze landen (weliswaar met flink wat hulp van de EU, de eurozone en het IMF) geleidelijk herstellen en ons vertrouwen bevestigen. De rentever verschillen van deze landen met de rest van de eurozone zijn intussen spectaculair ingekrompen. Ook de Italiaanse en Spaanse langetermijnrente zijn relatief ten opzichte van het Duitse ankerpunt van de eurozone verder teruggelopen en hebben hierdoor, ondanks de extreem lage rentestand, zodoende toch nog een substantiële opbrengstbijdrage geleverd aan onze obligatieposities, wat zeker ook gezegd mag worden van onze gedurfde zet om ook Poolse overheidsobligaties op te nemen, waarbij zowel de zloty versterkte ten opzichte van de euro en de langetermijnrente afnam ten opzichte van de grote buur aan hun westelijke grens.

Grafiek 4: Rentever verschillen Spanje en Italië met Duitsland (10 jaar Overheidsobligaties)



Het heeft echter relatief lang geduurd vooraleer het onmiskenbare economische herstel zich ook daadwerkelijk heeft omgezet in een versnelling van de groeivoet van de bedrijfsresultaten in de eurozone. Maar met de overtuigende *double digit*-groecijfers van de bedrijfsresultaten in Italië, Spanje en Duitsland (en ei zo na) in Frankrijk en Nederland wordt er een stevige onderbouw geleverd voor de glansprestaties die de meeste Europese beurzen over het afgelopen jaar hebben afgeleverd, hetgeen tevens het beste laat verhopen voor het pas ingezette jaar van de hond. Alleen, weeral die dekselse daling van de dollarwisselkoers lijkt tijdelijk wat roet in het eten te gooien.

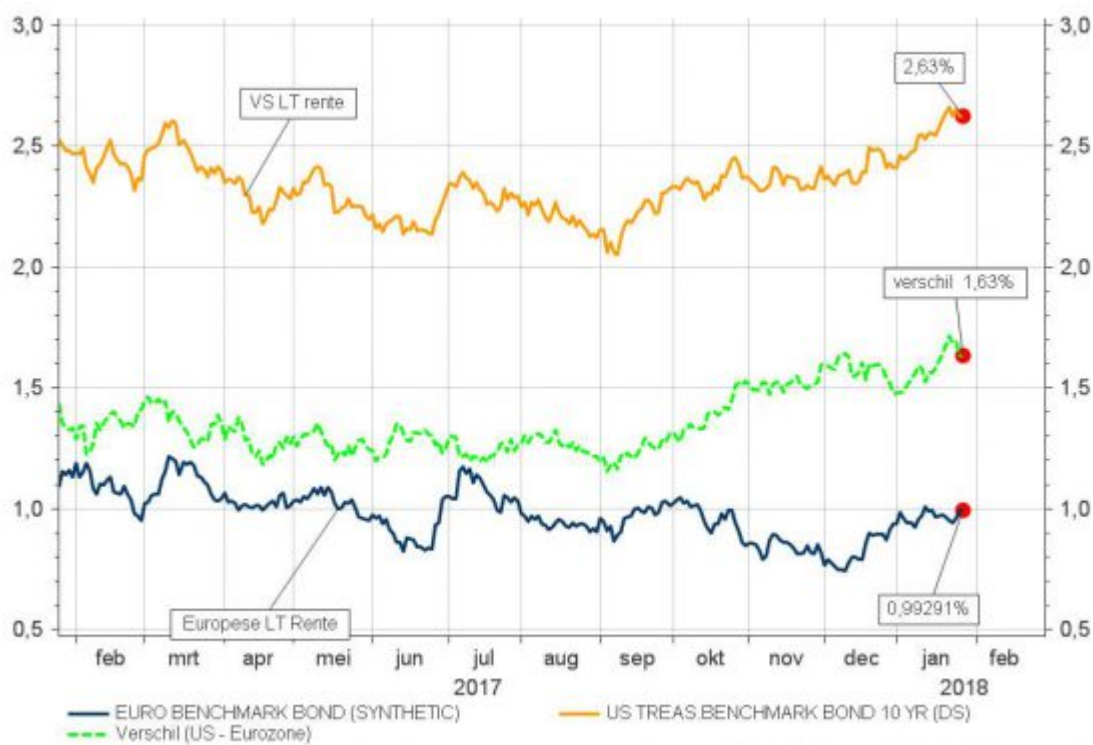
Het toegenomen zelfvertrouwen in de eurozone is intussen in belangrijke mate gestoeld op de groeiende overtuiging dat de muntzone wel degelijk een houdbare constructie betreft, wat ondermeer kan worden afgeleid uit de afnemende, onderlinge verschillen in efficiëntiegraad. De meeste landen in euroland weten hun positie te bestendigen, terwijl een aantal partners zelfs een spectaculaire verbetering laten optekenen ten opzichte van Duitsland. De eurozone wordt hierdoor economisch meer homogeen (en dat is een basisvoorwaarde voor het welslagen van een muntzone). Het nadeel hiervan is echter dat de wisselkoers van de euro (vooral ten opzichte van de US dollar) de wind in de zeilen krijgt. Dit bijproduct van het herstel van het vertrouwen in de eurozone komt (ons) zeer ongelegen want het bemoeilijkt de Europese export en het maakt het voor de ECB minder gemakkelijk om haar inflatiedoelstelling te halen.

Maar vermits ieder nadeel ook zijn voordeel heeft, kan hierdoor de langetermijnrente in de eurozone langer dan voorzien laag blijven waardoor de economie zich nog beter kan positioneren voor de toekomst. We kunnen de capriolen op de wisselmarkten dan ook maar matig appreciëren, zeker wanneer men de ECB commentaren wil ontlokken op het vlak van haar valutabeleid. Voor een goed begrip: er is helemaal geen Europese wisselkoersstrategie, behoudens het standpunt dat een geloofwaardig en consistent monetair beleid uiteindelijk moet leiden tot een stabiele en betrouwbare positie van de euro. Het verwijt dat de ECB door haar huidige beleid de wisselkoers van de euro omhoog jaagt en hierdoor de Europese concurrentiepositie ondermijnt, is hooguit een broodjeaapverhaal.

De verbeterde economische groei in de eurozone is immers op zich geen argument waarom de koers van de dollar in de

laatste maanden in belangrijke mate verzwakt. De reële economische groeiverschillen tussen de VS en de eurozone zijn eerder beperkt en neigen eerder terug in de richting van de VS, zoals ook blijkt uit de meest recente prognose van de OESO. Daarenboven bieden economische groeiverschillen slechts een zeer beperkte verklaring voor de schommelingen van wisselkoersen. De verschillen in langetermijnrente en verwachte inflatie boden in het verleden een veel hogere verklaringsgraad. De reden hiervoor is evident. Economische groeiverschillen hebben immers maar betrekking op de *flow* over een korte periode, terwijl de *stock*, opgebouwd over lange periodes veel substantiëlere voorraadvolumes betreft en gedreven wordt door renteverschillen. Daarenboven vertaalt de economische groei in de eurozone zich niet in een hogere langetermijnrente, vermits de inflatiedoelstelling van de ECB (in tegenstelling tot de VS) duidelijk nog niet gehaald is, waardoor de centrale bank haar aankopen op de Europese obligatiemarkten langer dan voorzien verder moet zetten en de Amerikaanse rente wel een opwaartse beweging heeft ingezet.

Grafiek 5: Langetermijnrente in de VS en de eurozone



Bron: Thomson Reuters Datastream

Een dergelijke vaststelling zou de koers van de *greenback* eerder moeten versterken dan omgekeerd. De ECB kan dan ook weinig anders doen om de dollarklim af te stoppen dan, zoals donderdag, te verwijzen naar het onredelijke karakter van de beweging en vooral terecht aangeven dat dit geen gevolg is van haar monetaire politiek, noch rechtstreeks, noch onrechtstreeks.

Wisselkoersen bezondigen zich regelmatig aan groteske overdrijvingen en het feit dat financiële markten zich af en toe schromelijk vergissen (zoals in januari 2016 nog bleek op de internationale aandelenmarkten) biedt opportuniteiten maar in dit geval geeft dit ook aan dat er een andere factor optreedt die in het verleden niet werd waargenomen en vandaar (nog) geen plaats heeft gevonden in onze modellen.

De schuldige is in dit geval snel gevonden. De substantiële Chinese buitenlandse reserves worden momenteel afgebouwd omdat enerzijds het statuut van de yuan als reservemunt van het IMF het aanhouden van buitenlandse munten voor een belangrijk deel overbodig maakt en anderzijds door het opgelopen renteverkil tussen China en de VS, de kostprijs voor

het aanhouden van overtollige reserves gevoelig heeft doen oplopen. Daarenboven tracht de Chinese overheid hiermee de kapitaalvlucht de pas af te snijden, vermits het omzetten van Chinese financiële tegoeden door particulieren in dollarobligaties gepaard gaat met substantiële wisselkoersverliezen (en daar heeft de Chinese obligatiebelegger een zeer uitgesproken afkeer van).

Grafiek 6: Evolutie van de USD ten opzichte van de yuan en de euro



Bron: Thomson Reuters Datastream

Dit argument geldt natuurlijk ook voor de aangehouden reserves in euro, maar vermits deze volumes veel beperkter zijn, is er veel minder impact. Meer zelfs, de yuan verzwakt licht ten aanzien van de euro. China wenst immers haar concurrentiële positie in de belangrijkste consumptiemarkt ter wereld niet onnodig te hypothekeren.

De Chinese economie is intussen wel aan een stevige remonte begonnen met (veel) beter dan verwachte conjuncturele indicatoren, die wijzen op een krachtige opwaartse beweging van de diensten- en consumentgerelateerde sectoren en een verbazingwekkende klim in de activiteitsgraad van haar industriële component. Vooral dit laatste kwam als een verrassing en zweepte de aandelenkoersen van industriële bedrijven op. Alleszins heeft de Chinese beurs een belangrijke herstelbeweging ingezet en ligt ze nu op jaarbasis zelfs (ongeveer) op het niveau van India.

Grafiek 7: Evolutie van de Indische en Chinese aandelenbeurzen (in lokale munt)



Bij onze asset-allocatie blijven we overwogen posities in aandelen aanhouden, vooral dan geaccentueerd in Europa en zijn we geleidelijk een hoger gewicht aan het toekennen aan China en blijven we ons accent in India aanhouden. Enkel de onzekerheid over het onmiddellijke lot van de dollarwisselkoers houdt ons tegen om onze positie in Amerikaanse aandelen nog verder uit te breiden, maar we betwijfelen of dit ons nog lang kan tegenhouden. De robuuste groeicijfers van de ondernemingswinsten in de VS vormen immers een belangrijke troef in iedere beleggingsportefeuille.

Door de extreem lage rentevergoeding, blijven obligaties onderwogen en richten we ons enkel nog op landen waar er alsnog een spreadvernuwing kan plaatsvinden. De betere kansen hiervoor dichten we toe aan Italië, Spanje en Portugal, waarbij we ons bij de eerstgenoemde twee vooral richten op *inflation linked bonds*. Een dergelijke positionering maakt ons wat gevoeliger voor politieke risico's in Europa maar we schatten de kans op een ontaarding op dit vlak (momenteel) niet groot. Maar misschien zijn we op dit vlak wat vertekend door de hoopvolle politieke signalen uit Duitsland waar het verantwoordelijkheidsgevoel van politici het lijkt te halen op electoraal gespinn. Hierdoor worden nieuwe verkiezingen niet nodig. Misschien dat het schrikbeeld er nog is blijven inzitten van de laatste keer dat het bij onze oosterburen tot nieuwe verkiezingen kwam omdat er geen regeringscoalitie kon worden gevormd. Een snoeshaan (die enkel bonen kon eten - vandaar vreselijk uit zijn bek stonk - en een sympathieke hond had die Blondi heette) maakte destijds gruwelijk misbruik van de politieke chaos.

Dit maar om u gerust te stellen, maar wij houden het voor u wel in de gaten.