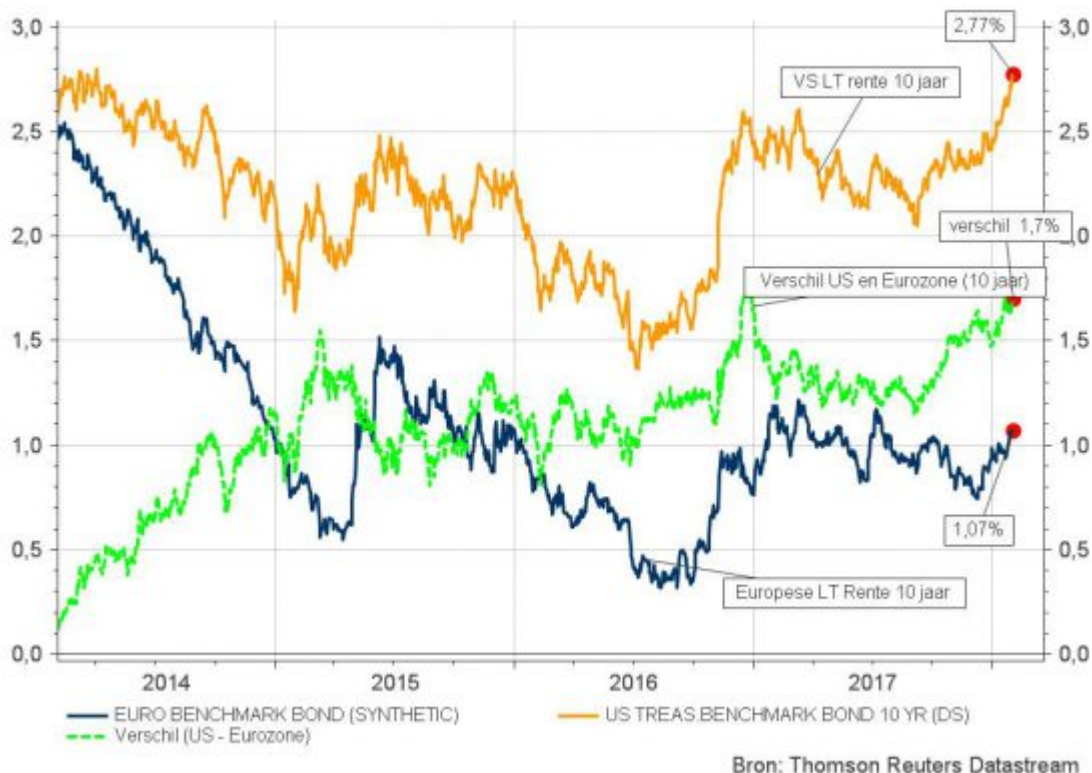


Het mag niet al te veel verbazing wekken dat de wereldbeurzen na hun meest recente heroïsche exploten nu wat weerstand ondervinden. De tegenwerking komt vooral van de hogere langetermijnrente in de VS. Op zich is de opwaartse beweging van de rentetarieven op Amerikaanse overheidsobligaties die zich de laatste dagen wist door te zetten, niets meer dan een normalisatie. In 2016 bereikten deze interestvoeten nog een historisch dieptepunt en klommen vervolgens schoksgewijs en met veel tegenzin naar de niveaus van vandaag.

Deze niveaus zijn weinig bedreigend, noch voor de toekomstige economische groei, noch voor de huidige beurswaarderingen en hebben enkel betrekking op de aanpassing van het rentepeil aan de sterkere economische groei en de verwachte inflatie die intussen is opgelopen tot het gestelde doel van 2 %. De huidige tarieven, zowel in nominale als reële termen, reflecteren veel beter de actuele economische context en helpen vandaar om toekomstige onevenwichten te vermijden, zowel in de aandelen-, obligatie-, als krediet- en huizenmarkten.

Grafiek 1: Evolutie van de rente op overheidsobligaties op 10 jaar in de VS en de eurozone



Ook de langetermijnrente in de eurozone wordt hierdoor hoger getild, vooral dan in de landen waar de tarieven het laagst waren. De partners, die destijds even oneerbiedig als onoordeelkundig, als PIGS werden omschreven vertonen echter meer weerstand waardoor hun renteverskil met Duitsland verder inkrimpt. Vermist de ECB haar doelstelling van 2 % inflatie nog niet heeft gehaald en vandaar haar *quantitative easing*-programma tot nader order blijft toepassen, zal de stijgende trend van de langetermijntarieven in euroland snel in ademnood komen.

Deze normalisatie bezorgt links en rechts wel wat koude rillingen, terecht op de obligatiemarkten waar we al geruime tijd grotendeels afwezig zijn gebleven in Duitse, Belgische, Franse of Nederlandse staatsobligaties maar overdreven wat betreft de aandelenbeurzen. Professionele beleggers zullen snel tot het inzicht komen dat bedrijfsresultaten een (veel) sneller groeitempo vertonen en hierdoor de negatieve impact die uitgaat van de rentestijgingen zullen neutraliseren en - op wat langere termijn - de aandelenmarkt naar nieuwe recordniveaus kunnen optillen.

Dit argument geldt overigens niet alleen voor de VS waar de bedrijfsresultaten worden verwacht met 15 % op jaarbasis toe te nemen maar zeker ook voor de Chinese en Indische beurzen en niet in het minst voor het Europese continent, meer bepaald voor Duitsland, Spanje en Italië. De recente dip van de meeste aandelenmarkten lijkt vandaar eerder op een (beperkte) tijdelijke correctie dan op een fundamentele trendbreuk. De hooggespannen verwachtingen over de ondernemingswinsten maken het waarderingniveau ook kwetsbaar voor tijdelijke neerwaartse correctie bij de minste ontgoocheling terwijl er ook een grotere dispersie is ontstaan tussen individuele aandelen die scherpe, onderlinge prestatieverschillen laten optekenen. Dit accentueert de noodzaak voor brede spreiding.

De voornaamste slachtoffers bij een dergelijke tijdelijke, neerwaartse correctie situeren zich traditioneel in de technologiesector omdat (sommige) beleggers redeneren dat deze waarden potentieel het meest gevoelig zijn voor een eventuele groeivertraging die zou kunnen resulteren uit de hogere stand van de langetermijnrente (en gewoon omdat hier de meeste winst kan genomen worden). Maar ook de Duitse aandelenmarkt kreeg in de afgelopen dagen te maken met een snoekduik. Deze beurs huisvest vooral cyclische waarden die extra gevoelig zijn voor wijzigende conjunctuurvooruitzichten maar die ook omwille van hun exportgerichtheid gevoeliger zijn voor de evolutie van de wisselkoers van de euro ten opzichte van de yuan en de US dollar.

Grafiek 2: Evolutie van de wereldindex en de DAX-index sinds 01-01-2018 (returnindex in euro)



De notering ten opzichte van de Chinese munt vormt weliswaar geen probleem voor Europese exportgerichte bedrijven maar de capriolen van de US dollar zijn dat des te meer. We verwachten echter dat de dollar-euroverhouding zich rond dit niveau van 1,25 zal stabiliseren en op basis van een geleidelijke versteviging van de greenback terug naar een evenwichtskoers, ergens tussen de 1,10 en 1,15 US \$ per euro kan evolueren. De relatieve rentebeweging in de VS ten opzichte van de eurozone zou deze beweging moeten versnellen, terwijl ook het renteverskil tussen de VS en China is teruggelopen, hetgeen de Chinese centrale bank in mindere mate onder druk brengt om dollars op de wisselmarkten te dumpen. Haar reserves in dollar blijven echter zeer omvangrijk, nu de renminbi de status van reservemunt van het IMF heeft bereikt. Het feit echter dat de Chinese centrale bank momenteel minder geneigd is om Amerikaans schatkistpapier

op te kopen, is van aard om het vertrouwen in de dollar te ondermijnen, zodat de herstelbeweging van de dollarkoers slechts zeer geleidelijk kan verlopen.

De recente ontwikkelingen op de wereldmarkten voor obligaties, aandelen en valuta, onderstrepen dat het herfsttij zich heeft ingezet. Een seizoen in beleggersland dat zich kenmerkt door de combinatie van (licht) hogere rentevoeten met een verdere opsprong in ondernemingswinsten. Verwacht hierbij vooral een nazomertje met af en toe een stevige plensbui. Vertaald in beursjargon heet dit dan opwaarts gerichte aandelenmarkten die echter moeten afrekenen met hogere volatiliteit in combinatie met blijvende neerwaartse druk op de obligatiemarkten. Laat deze test op uw incasseringsvermogen uw nachtrust niet al te veel verstoren. When the going gets tough(er) , the tough(er) get going.