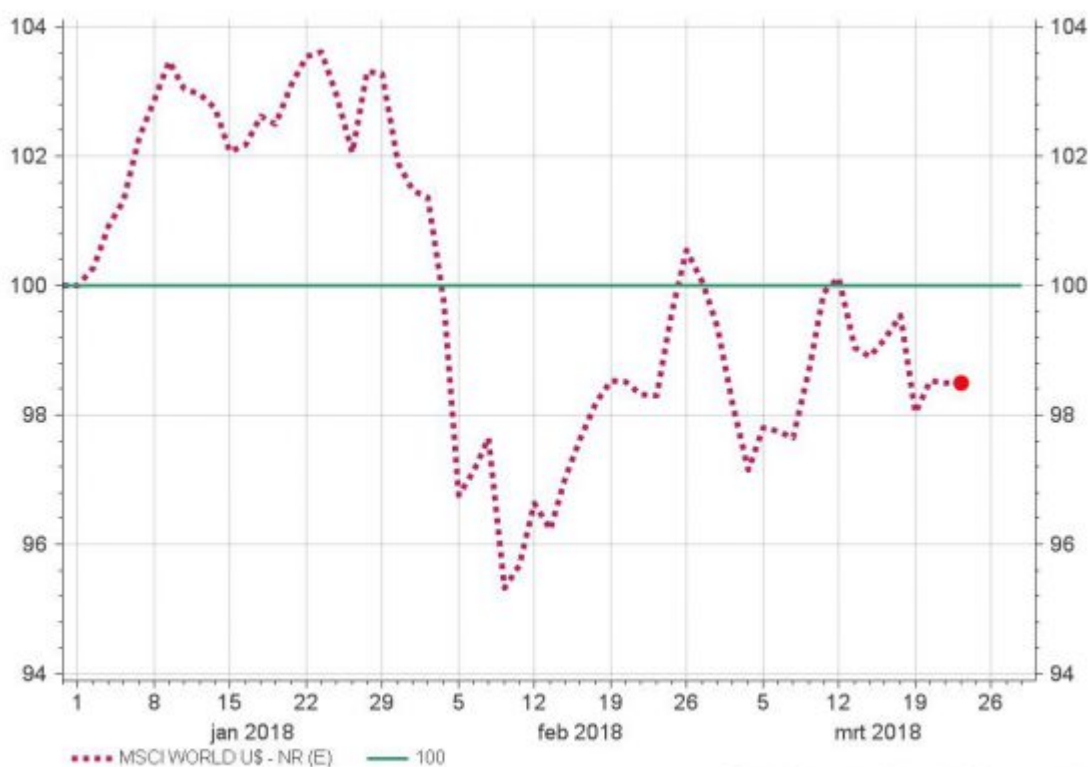


De financiële markten toetsen met regelmaat of de waarderingen van aandelen en obligaties nog op een realistische wijze hun effectieve opbrengstprofiel reflecteren en voldoende buffer ingebouwd hebben om onvermijdelijke toekomstige schommelingen op te vangen. Een dergelijke testperiode, zoals we die nu doormaken, gaat met de nodige volatiliteit gepaard, zeker wanneer de waardering, zoals nu, voornamelijk afhangt van het niveau en de groeivoet van bedrijfsresultaten en niet langer kan rekenen op de steun van verdere dalingen van de langetermijnrente.

De dalingen op de wereldbeurzen sinds het begin van 2018 daling beperken zich echter tot een aanpassing van ongeveer 2%, hetgeen daarenboven grotendeels aan de verdere verzwakking van de dollarwisselkoers moet worden toegeschreven.

Grafiek 1: Evolutie van de wereldindex (nettoreturn in euro)



Bron: Thomson Reuters Datastream

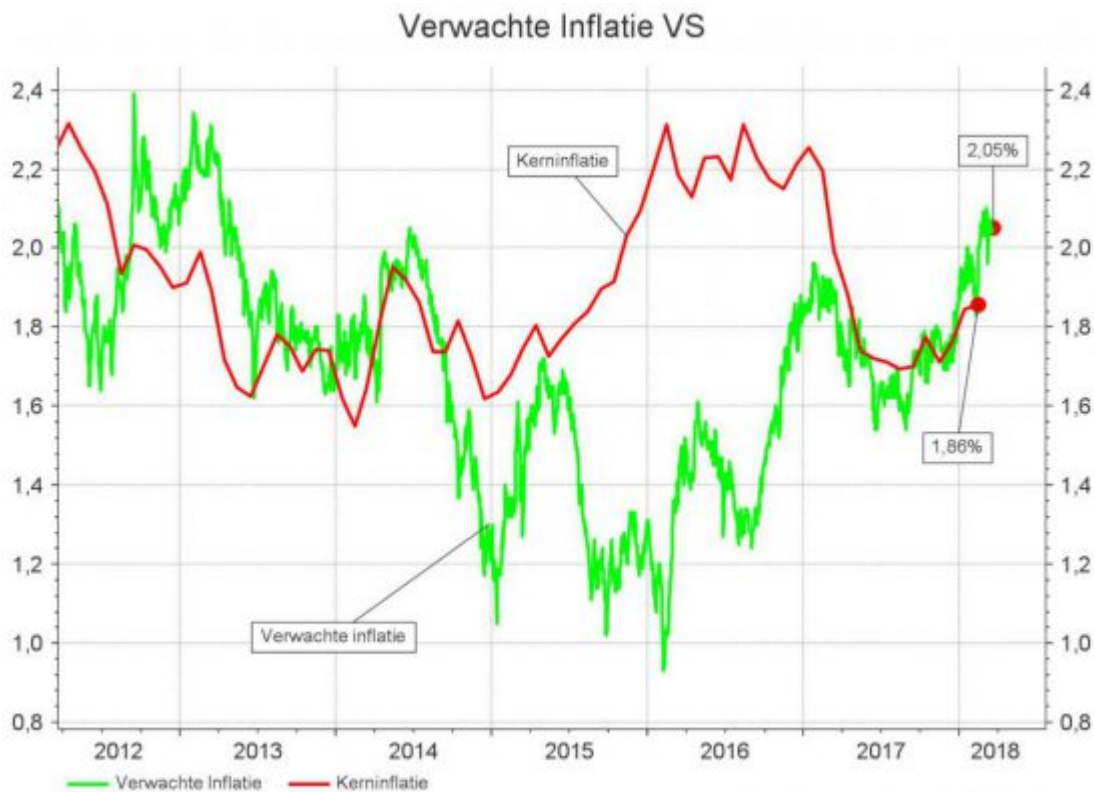
Deze huidige marktprijzen worden, zoals steeds, bepaald door de verhouding tussen enerzijds de ondernemingswinsten en de graad van onzekerheid die weegt op hun toekomstige pad en anderzijds de langetermijnrente en *-last but not least-* de vereiste risicopremie, die de toekomstige volatiliteit moet compenseren.

We overlopen achtereenvolgens de verwachte evolutie van de LT rente- momenteel vooral bepaald door de opwaartse trend van de looninflatie in de VS en het conjuncturele momentum in de Eurozone- en de vooruitzichten van de bedrijfsresultaten, tegen een achtergrond van hogere vereiste risicopremies, op hun beurt nodig om de toegenomen koersfluctuaties op de financiële markten te compenseren.

Zowel de aandelen- als de obligatiebeurzen delen momenteel een bezorgdheid over de evolutie van de Amerikaanse inflatie. Nu de conjuncturele expansie zijn tiende verjaardag in zicht heeft, moet op ernstige wijze rekening worden gehouden met de eventualiteit van een versnelling van de prijsontwikkeling. De Amerikaanse Centrale Bank heeft in de

afgelopen jaren met het nodige succes doorgedreven inspanningen geleverd om de inflatieverwachtingen opwaarts in de richting van een natuurlijk peil te bewegen, toch betekent dit niet dat lijdzaam zal worden toegezien op een expansie van de prijsontwikkelingen boven het gewenste niveau van (ongeveer) 2%.

Grafiek 2: Kerninflatie in de VS



Bron: Thomson Reuters Datastream

Een plotse opsproming van de inflatie zou door de financiële markten als bijzonder ongewenst worden ervaren en kan, indien de gepaste reactie van de Fed zou uitblijven, een substantiële klim van de langetermijnrente inleiden. De Centrale Bank is in dergelijke omstandigheden dan verplicht om haar beleidsrente in versneld tempo en zonder enige terughoudendheid op te trekken. De combinatie van beide elementen zou zonder twijfel de economische groei abrupt afremmen, de werkloosheid en het begrotingstekort doen oplopen en de ontwikkeling van de ondernemingswinsten negatief beïnvloeden. Vooral nog vormt een dergelijk doemscenario echter geen realistisch uitgangspunt.

De recent gepubliceerde kerninflatiecijfers blijven wijzen op een moderate toename van de prijsontwikkelingen in de VS en op haar FOMC vergadering van 21 maart hanteert de Centrale bank een prognose van gemiddeld 2,1% in 2019 en 2020. Het getal na de komma moet hier worden geïnterpreteerd als de vrijheidsgraad die de Fed zich toe-eigent om af en toe de teugels te kunnen laten vieren wanneer zij het risico verantwoord vindt.

In de meest recente tabel van die economische vooruitzichten die de Amerikaanse Centrale bankiers gebruiken viel overigens dat het werkloosheidspercentage in 2019 en 2020 wordt geschat op een heroïsch laag niveau van 3,6%!

Dit is enigszins opzienbarend want het was vooral het gedrag van de lonen, de moeilijk te beheersen maar belangrijkste component van de totale inflatie, die recentelijk de financiële markten echter heel wat zorgen baarde. De plots opgeveerde salarismgroei die begin februari kon worden afgeleid uit de Amerikaanse statistieken bezorgden de financiële markten vandaar ook de nodige stuiprekkingsen. De cijfers wezen immers op een belangrijke afwijking van de trendlijn waarop de verwachtingen voor rentevoeten tot dan toe gebaseerd waren en waarop het beleid van de Fed en de waarderingen van

aandelen op afgestemd waren.

Grafiek 3: Looninflatie in de VS



Dit leidde tot bruuske neerwaartse koersaanpassingen op de wereldbeurzen die nadien echter even onnodig als overdreven bleken te zijn vermits uit het later gepubliceerde statistische materiaal van begin maart bleek dat de looninflatie terugviel op de initiële trendlijn en eerder een gematigde tendens van de inflatiecijfers onderschreef.

De statistieken over de Amerikaanse prijsontwikkeling zijn vandaar tot nu toe niet alarmerend, maar ze zijn evenmin 100% geruststellend. De meest recente ISM ^[1]-cijfers wijzen immers op een verdere versnelling van de industriële conjunctuur ondanks het feit dat de economische expansie nu al bijna een decennium lang aanhoudt. Deze ontwikkeling zal ongetwijfeld verdere opwaartse druk uitoefenen op de Amerikaanse salarissen.

De gecombineerde ISM (diensten plus industrie) bevindt zich op een gelijkaardig niveau als in de periode 2004-2005, wat bij sommige waarnemers de wenkbrauwen doet fronsen en de kwalijke herinnering van de daaropvolgende financiële crisis oproept. Vandaar dat de nieuwe Voorzitter van de Centrale bank geen enkele ruimte wil laten voor een gelijkaardig scenario en zich vandaar al van tijdens zijn allereerste speeches zich *hawhish* uitlaat over het toekomstige pad van de monetaire politiek.

Een dergelijke ongerustheid is momenteel voorbarig. De huidige situatie is immers niet vergelijkbaar omdat de financiële sector veel stabiel is geworden, de Overheid intussen zijn lessen heeft weten te trekken uit het voorafgaande debacle en -vooral- omdat de economie nog weinig of geen tekenen van effectieve oververhitting vertoont.

De - nog steeds - erg lage beleidsrente in de VS dient naar een normaal niveau te evolueren over de komende maanden, wat een drietal verhogingen van de kortetermijnrente impliceert, respectievelijk in maart, juni en september en dit telkens met 25 basispunten. De aanhoudende hoogconjunctuur en de latente inflatoire dreiging, houden de Fed echter alert en de

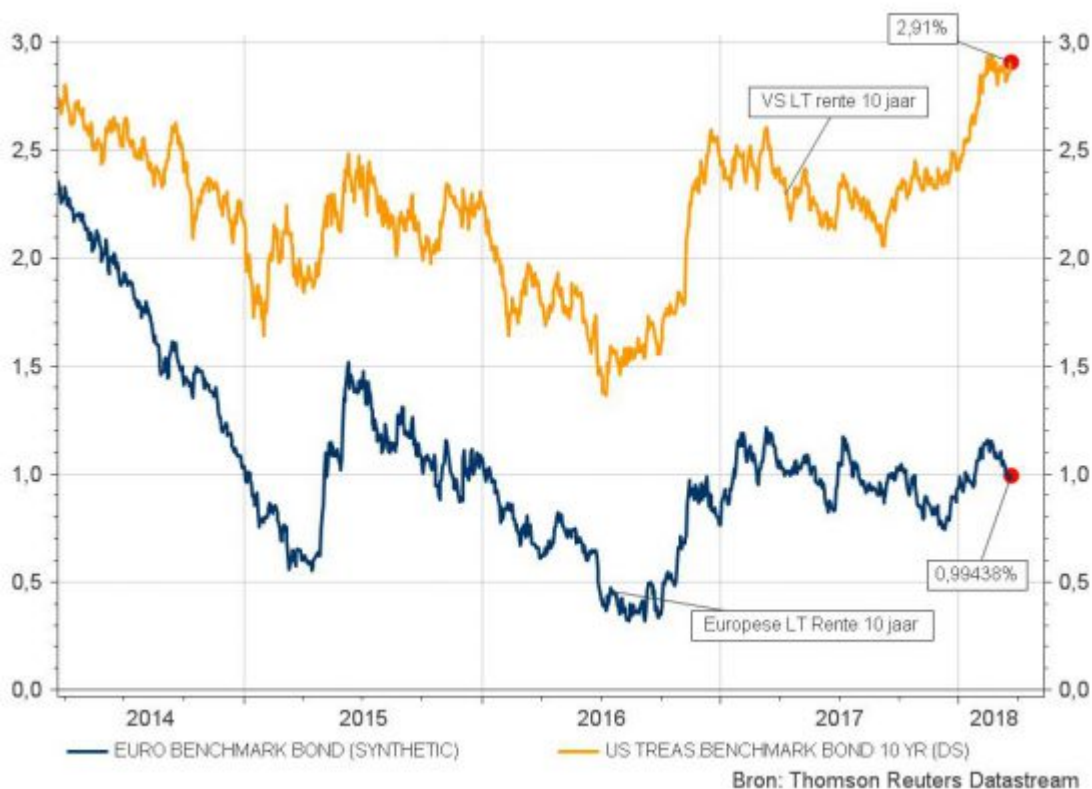
nieuwe Fed-Voorzitter laat er in ieder geval geen twijfel over bestaan dat er niet gearzeld zal worden om de beleidsrente nog een vierde keer omhoog te trekken, indien de macro-economische context dit zou vereisen.

De financiële markten kennen momenteel een kans van (ongeveer) 40% toe aan een dergelijk scenario maar dat kan snel in opwaartse zin wijzigen. Opvallend hierbij is dat de Fed-gouverneurs netjes 50/50 gesplit zijn over dit onderwerp, zodat de helft van de beslissingsnemers (net zoals de markten) nog niet overtuigd zijn de noodzaak om nu al met zekerheid een verhoging van de beleidsrente in december voorop te stellen.

Op zich is een vierde opwaartse aanpassing vanzelfsprekend niet fataal voor de economische groei, maar het spookbeeld van de 17 opeenvolgende rentestijgingen in de periode 2004-2005 zal analisten en professionele beleggers ertoe aanzetten meer voorzichtigheid in te bouwen in hun beleggingsbeleid, hetgeen een verdere expansie van de wereldbeurzen, vooral dan de sterk op economische groei georiënteerde sectoren, tijdelijk wat kan afremmen.

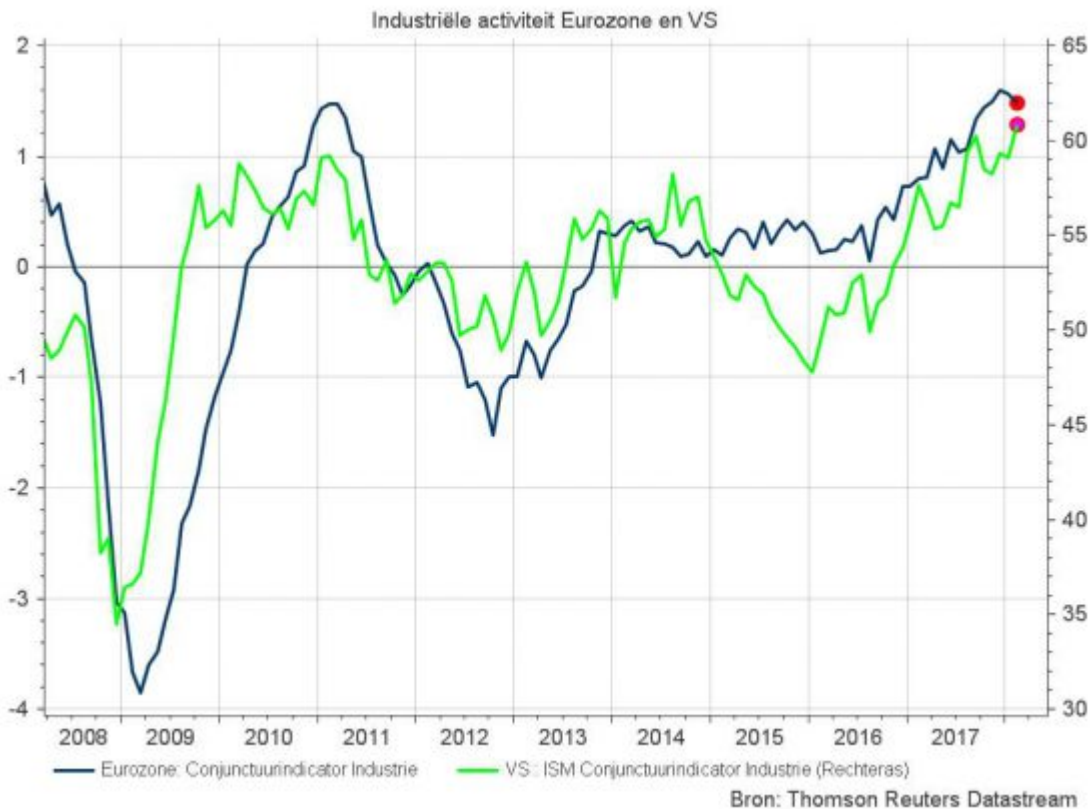
De huidige inflatiecijfers ondersteunen echter een dergelijk scenario *niet*, terwijl ook de langetermijnrente in de VS haar opwaartse beweging heeft onderbroken. Dit houdt de hoodschap in dat de financiële markten het voorlopig welletjes vindt en kunnen leven met een scenario van drie verhogingen van de beleidsrente in 2018. In de Eurozone zijn de tarieven van de LT rente zelfs nadrukkelijk lagere niveaus gaan opzoeken.

Grafiek 4: LT-rente in de VS en de eurozone



Dit laatste is zeker ook indicatief voor een verlies aan momentum van de economische groei in Europa, die in diverse conjunctuurindicatoren kan worden waargenomen. Op zich is dit zeker nog niet problematisch. Dit kan immers eerder duiden op een tijdelijke adempauze na een vrij algemene groeispurt van de EU-lidstaten, dan op een fundamentele economische terugslag.

Grafiek 5: Conjunctuurindicatoren in de VS en de eurozone



Maar de gevolgtrekking is wel dat in de komende maanden de ECB noch aan de negatieve depositorente, noch aan de *quantitative easing*-politiek zal durven te tornen. Enerzijds gebeurt dit uit vrees om de precare groei van de werkgelegenheid en de kredietgroei niet onnodig af te breken, anderzijds omwille van de recente cijfers over de algemene prijsontwikkeling, die zich in de Eurozone nog (te) ver onder het beleidsniveau van 2% bevinden. Vandaar dat de ECB vandaar absoluut geen haast hoeft te maken met de afbouw van haar expansieve beleid.

De negatieve invloed die uitgaat van de onzekerheden die gepaard gaan met deze conjunctuurfase worden tot nu toe meer dan gecompenseerd door de wereldwijd sterke prestatie van de verwachte bedrijfsresultaten, met een indrukwekkende sprong van (ongeveer) 20% in vergelijking met vorig jaar in de VS. Ook in de Eurozone laten landen als Duitsland, Nederland en Frankrijk een double digit groeicijfer optekenen, hierbij zelfs nog overtroefd door de opleving van ondernemingswinsten in Spanje en Italië.

De conjunctuur in de VS is intussen onmiskenbaar verder weg geëvolueerd van de ideale constellatie die zich voordeed tijdens de vorige jaren waarbij de langetermijnrente laag kon blijven terwijl de verwachte bedrijfsresultaten voortdurend opwaarts dienden te worden bijgesteld. De verwachte economische ontwikkeling is nu gericht naar een minder ideaal scenario met ondernemingswinsten op een hoog niveau, in combinatie met toegenomen waakzaamheid over de inflatoire omgeving en de hiermee gepaard gaande dreiging van hogere rentetarieven.

Dit vertaalt zich in een grotere gevoeligheid van de beurswaarderingen en uit zich ondermeer in een hogere volatiliteit op de aandelen- en obligatiemarkten die nu een hogere risicopremie vereisen. Maar dit stelt de huidige beurswaarderingen niet in het vraag, vermits deze zich nog steeds fundamenteel kunnen verantwoorden door de huidige, relatief lage rentetarieven en vooral de gegeneerde bedrijfswinsten waarvan het huidige recordniveau als platform kan worden gebruikt voor een verdere koersklim.

De vereiste risicopremie in de VS en de eurozone is overigens nog licht toegenomen, hetgeen de nadruk legt op de

toegenomen waakzaamheid van de voornaamste wereldbeurzen maar tevens het realisme de huidige beurswaarderingen illustreert.

De voornaamste bedreigende factor voor de wereldbeurzen bevindt zich momenteel echter in de politieke instabiliteit in de VS, zeker in de context van de toegenomen spanningen aan het geopolitieke front. Vooral de dreiging van een escalerend handelsconflict tussen de VS en de Eurozone kan substantiële negatieve consequenties hebben. Vermits beide partijen hierbij alleen veel te verliezen hebben, gaan we ervan uit dat de huidige wederzijdse bedreigingen enkel te maken hebben met het verwerven van een gunstige positionering bij aanvang van de effectieve onderhandelingsgesprekken en na verloop van tijd min of meer naar een evenwicht zal tenderen. Maar op dit moment is er hieromtrent weinig zekerheid terug te vinden en verkiezen de financiële markten om zich tijdelijk wat in te graven, tenminste toch tot het ergste gevaar geweken zal zijn. Dit kan overigens nog enkele weken duren, met over en weer gaand afweergeschut, bedreigend taalgebruik en vervaarlijk spiergerol.

De voornaamste uiting van dit type van onzekerheid is terug te vinden in de zwakke dollarkoers. Geen enkel financieel of economische cijfer kan de terugval de US dollar ten opzichte van de euro nog verklaren, zodat ook hier enkel de voornoemde politieke overwegingen de nodige uitleg verschaffen. Samen met een stabilisatie van de Amerikaanse politieke situatie kan ook de Amerikaanse munt terug aansterken.

Enkele conclusies

De kortetermijnrente in de eurozone zal zich nog tot eind 2019 in negatief territorium ophouden, terwijl hier ook de langetermijnrente over een beperkt opwaarts potentieel beschikt. Deze verwachte evolutie contrasteert met de Amerikaanse situatie waarbij de beleidsrente (minstens) een drietal keren zal worden verhoogd in 2018 en ook de langetermijnrente naar een hoger niveau kan tenderen, wanneer de looninflatie verder toeneemt (zoals wordt verwacht).

Ondanks de onzekerheden die gepaard gaan met de huidige hoogconjunctuur, zijn de beurswaarderingen zowel in de Eurozone en de VS relatief correct, hierbij vooral ondersteund door ondernemingswinsten op recordniveau en hebben koersen voldoende marge ingebouwd via een relatief hoge risicopremie. Dit laatste is zeker niet onbelangrijk omdat beleggers zich in de nabije toekomst aan toenemende fluctuaties verwachten en vandaar een aangepaste compensatie opleggen. De hogere schommelingmarge op aandelenmarkten is een rechtstreeks gevolg van het verwachte scenario: Beurzen zijn nu immers minder resistent voor schokken omdat deze nu enkel worden opgevangen door de ondernemingswinsten omdat er geen schokdemping meer kan uitgaan van verwachte lagere rentevoeten.

Wat betreft de toegepaste asset allocatie heeft dit toekomstbeeld een belangrijke invloed. Hogere volatiliteit drijft immers de aandelencomponent in onze portefeuilles naar een lager niveau. Deze impact blijft echter beperkt omdat de negatieve invloed van hogere volatiliteit grotendeels wordt gecompenseerd door de (verder) verbeterde vooruitzichten van de ondernemingswinsten en de geboden risicopremie die (licht) is opgelopen.

Onze aandelenposities blijven hierdoor overwogen, met een nadruk op de eurozone maar met blijvende interesse voor de VS terwijl ook China in de toekomstige periode verder aan belang zal winnen in onze portefeuilles. In de obligatiecomponent blijven het rendement zoeken in Italiaanse en Spaanse inflation linked bonds, aangevuld met Pools en Portugees staatspapier, telkens met maximale looptijden in buurt van 7 jaar.

[1] ISM is het Institute for Supply managers. Het cijfer heft betrekking op een rondvraag bij aankoopdirecteuren in de VS.