

Misschien kunt u ons voorthelpen? We zouden graag een toevoeging suggereren aan deze veelbesproken lijst, maar weten niet zo goed tot wie we ons dienaangaande moeten richten. Niet dat we ons kritisch willen opstellen met betrekking tot de huidige samenstelling. Integendeel. Alle begrip voor de keuze van havenarbeiders, die dag en nacht met de zware last van ons consumptiegedrag moeten sjouwen. Geen woord van kritiek ook voor de keuze van leerkracht (we spreken uit ervaring). De doffe blik in de ogen van studenten op een maandagochtend kerft genadeloos diep in de ziel van een mens, terwijl het onverhoeds wegduiken voor slecht gerichte en onhandig gemonteerde papieren vliegtuigen een aanzienlijke fysieke belasting tot gevolg heeft.

Maar omwille van een vergetelheid heeft het allerswaarste beroep de lijst niet gehaald. Wellicht kan dit nog worden aangepast. De analist/fondsbeheerder tilt immers de last van de wereld op zijn of haar schouders (die hiervoor meestal niet over het gewenste formaat beschikken). Zelfs de meest doorgedreven analyse van bedrijfsresultaten en het meest uitputtende onderzoek naar het toekomstige pad van rentetarieven volstaan niet om de toekomst van de financiële markten scherp in beeld te krijgen. Een los uit de pols geslagen politieke uitspraak, links of rechts, volstaat om de wereldbeurzen van het nochtans zorgvuldig uitgemeten pad te doen afwijken. Ook de meest zorgvuldige en toegewijde analist/fondsbeheerder wordt hierdoor voortdurend te kijk gezet en is onderhevig aan makkelijke kritiek. Waarlijk een betreurenswaardig en zwaar te dragen lot, dat om de juiste erkenning vraagt.

De wereldwijde ontwikkeling van bedrijfsresultaten en het zeer gematigde gedrag van de inflatie-indicatoren - en dit ondanks het tiende opeenvolgende jaar van economische groei in de VS en een indrukwekkende groeispurt die al in 2014 in de eurozone werd ingezet - zouden onder normale omstandigheden de financiële markten naar nieuwe recordniveaus moeten sturen. Dat feestje gaat vooralsnog niet door. Met wereldleiders die geen enkele gelegenheid onbenut laten om ondoordachte uitspraken als ongeleide projectielen af te vuren op iedereen die er oren naar heeft, is het immers moeilijk voor wereldbeurzen om een evenwicht te vinden, zodat aandelen- en obligatiekoersen momenteel een erg volatiel pad volgen.

Op wat langere termijn hoeft weliswaar niet getwijfeld te worden aan het opwaartse potentieel van de aandelenmarkten, gelet op de indrukwekkende groei van ondernemingswinsten en de moderate rentevoorzichten, maar het onmiddellijke toekomstbeeld blijft gehuld in mist die gespuid wordt door de dreigingen van een handelsoorlog tussen China en de VS en een mogelijke militaire escalatie in Syrië (waarvan de landsgrenzen niet helemaal duidelijk zijn).

De wederzijdse bedreigingen die de leiders van de 2 grootste economieën op mekaar afvuren, moeten tot nu toe worden geïnterpreteerd als een positionering voor de komende onderhandelingen over nieuwe handelsakkoorden. Geen van de aangekondigde maatregelen, noch van Amerikaanse, noch van Chinese kant, hebben tot nu toe enige concrete uitwerking of hebben ergens een deadline, niet in de nabije en niet in de verre toekomst.

De potentiële, wederzijdse handelsbelemmeringen hebben enkel als doel om de tegenpartij af te schrikken, om zodoende bij de volgende onderhandelingen een gunstigere uitgangspositie af te dwingen. De verschrikte reactie van de financiële markten zal geleidelijk afnemen wanneer de doelstelling van de stoere taal van Trump (en in mindere mate) Xi duidelijker worden. Laatstgenoemde stelt zich hierbij overigens relatief kalm en bedachtzaam op, in de wetenschap dat de winnaar bij een eventuele escalatie van het huidige conflict, niet vooraf gekend is. De economie van de VS is weliswaar resistenter bij een handelsoorlog, maar zal ook zware schade ondervinden. De Chinese tegenmaatregelen zijn immers met grote precisie uitgetekend en hebben vooral invloed op de *swing states* in de VS, zodat het potentiële politieke verlies voor de Republikeinse partij een belangrijke factor in de overwegingen zal worden. Het Amerikaanse *Heartland* kan immers gemakkelijk tot wanhoop worden gedwongen wanneer de export van landbouwproducten naar China wordt afgeblokt, maar ook de Rode Reus ondergaat hiervan negatieve gevolgen in de vorm van sterk toenemende voedselprijzen.

Niemand twijfelt eraan dat de Amerikaanse president (minstens voor een deel) gelijk heeft om erop te wijzen dat China respectloos omspringt met het patentrecht en de principes van vrijhandel momenteel vooral in het eigen voordeel interpreteert, maar het kan ook nog veel erger dan dit en daar heeft vooral de VS weinig of geen baat bij.

De financiële markten beginnen dit retorische opbod echter steeds beter te begrijpen en vinden steun in het beheerste antwoord van China op de wild heen en weer *twitterende* Amerikaanse president. Maar immuun voor deze ontwikkelingen

zijn de beurzen nog lang niet, zodat verdere koersschommelingen zeker niet uitgesloten zijn. Deze constellatie heeft echter geleid tot hogere risicopremies waardoor een investeerder op langere termijn een hogere vergoeding mag verwachten ter compensatie van het huidige ongemak. *Opportunity knocks ...*

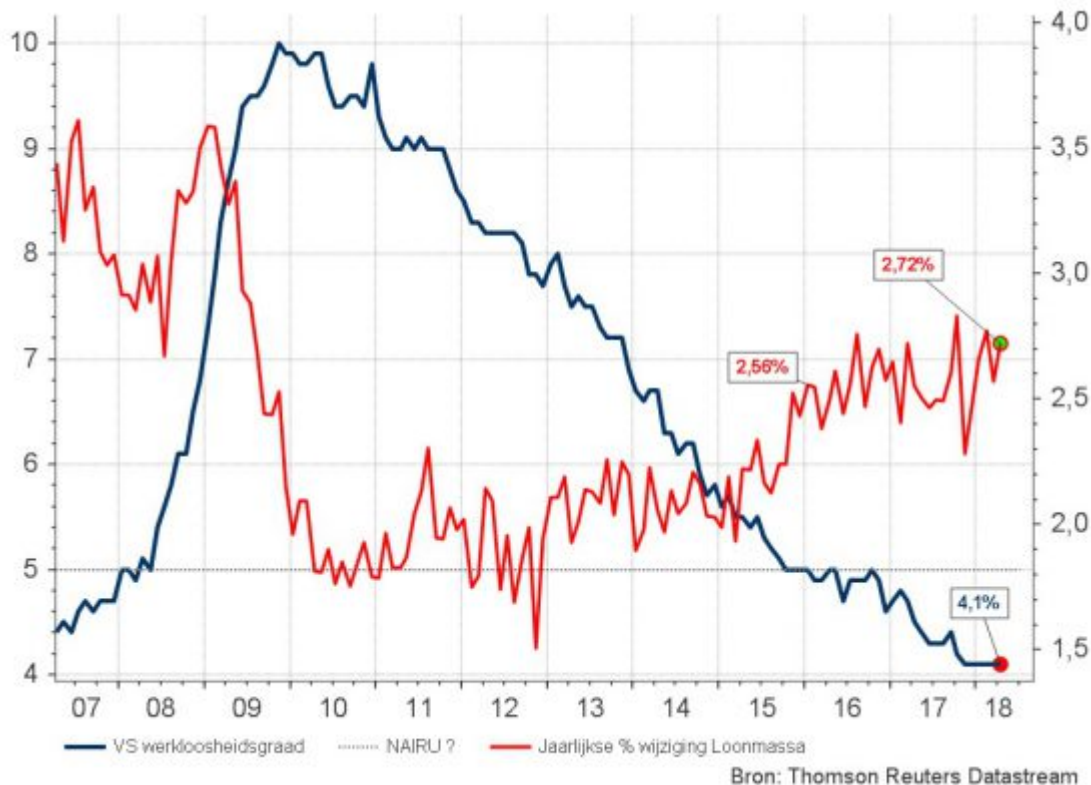
In troebel water is het immers goed vissen. Maar dat wist u al lang.

Het waren overigens niet enkel politieke beslommeringen die de financiële markten in de afgelopen weken in hun ban hielden. Vooral de werkgelegenheidsstatistieken die op 6 april bekend werden gemaakt, hebben voorafgaand veel angstzweet weten op te wekken. We waren eerder wel al gedeeltelijk gerustgesteld door de publicatie van de ISM-cijfers, die wezen op een tijdelijke afkoeling van het economische momentum en precies in het voorspelde bereik vielen. Maar met het erratisch samengestelde werkloosheidscijfer en bovenal de statistische capriolen van de looncomponent, weet je nooit. De financiële markten zouden een verdere, scherpe opsprong van de salariscijfer zeker zeer slecht verteren, want dat zou de Fed verplichten tot een vierde verhoging van de beleidsrente. Misschien wel een stijging te veel? *The straw that broke the Camel's back ...*

Maar zowel het werkloosheidscijfer - met zelfs een verrassend zwakke evolutie van de banengroei tijdens de afgelopen maand - als de matige loonontwikkeling, stelden de markten voorlopig gerust.

Dat de beurzen op vrijdag, ondanks deze meevallende statistieken, toch flink lager sloten had vooral te maken met nieuwe uitspraken over potentiële handelssancties die - net voor een weekend, waarin geen transacties kunnen gebeuren - toch enige bezorgdheid wisten op te wekken.

Grafiek 1. Evolutie van de werkloosheidsgraad en de salariscijfer in de VS



Door te stellen dat China zijn markt geleidelijk verder zal openstellen voor import uit de VS heeft de Chinese leider

maandag zijn hand (zo ver als mogelijk) uitgereikt om het handelsconflict te bedaren, wat door de financiële markten ten zeerste werd geapprecieerd. Echte euforische reacties blijven vooralsnog achterwege. Je weet immers nooit wat de volgende zet zal zijn in dit schaakspel, vooral omdat één van de spelers de regels helemaal niet lijkt te kennen en in bijzondere mate aan profileringsdrang lijdt.

De Aziatische markten reageerden tot nu toe het meest uitgesproken. In China om begrijpelijke redenen, in India vooral gesteund door verdere ontspanningen aan het rentefront, een stabilisatie van de wisselkoers en een terugval van het inflatiecijfer.

De Europese aandelenmarkten tonen wat meer terughoudendheid. Ten dele omdat men de wispelturige reacties van de Amerikaanse president vreest, maar vooral omdat men beducht is voor de eventualiteit dat de VS zijn schijnmanoevers zal gaan richten op de eurozone wanneer er een vergelijk met China zou worden gevonden. Maar de positieve economische krachten zullen deze onzekerheid weten te bedwingen en de markten – mits de nodige schommelingen en het nodige geduld – naar hogere niveaus tillen.

Een belangrijke steun voor de aandelenbeurzen wordt zonder twijfel gevormd door de wereldwijde verbluffende groei van de ondernemingswinsten, die vooral uitgesproken sterk is in de VS en Azië (en China in het bijzonder). Ook al hinkt de eurozone hier wat achterop, toch blijven de meeste lidstaten meer dan behoorlijke cijfers afleveren, met Spanje, Italië, Nederland en Duitsland op kop van het Europese peloton.

De langetermijnrentetarieven zijn intussen teruggevallen naar de niveaus van het jaarbegin en kunnen nu terug een (licht) opwaarts pad kiezen, maar hebben hierbij weinig redenen om haast te maken.

Het verschil tussen de Amerikaanse en Europese langetermijnrente is verder opgelopen, wat de US dollarkoers zou moeten ondersteunen. Het blijft echter geduldig wachten tot zich hier de onvermijdelijke kentering zal voordoen.

De intra-Europese renteverschillen zijn verder ingekrompen met een rentespread ten opzichte van Duitsland die is gekrompen tot het niveau dat voor de eurozone-crisis van 2010-2011 werd opgetekend.

Grafiek 2: Renteverschillen in de eurozone (overheidsobligaties op 10 jaar, vergeleken met Duitsland)



Deze evolutie is zeer terecht gelet op de afname van de efficiëntieverschillen van alle lidstaten met Duitsland, waardoor de eurozone een steeds homogener economisch blok wordt. Anderzijds zijn ook enkele specifieke risicofactoren tot bedaren gekomen, zoals de vastgoedcrisis in Ierland en Spanje of de dreigende instorting van de staatsfinanciën in Portugal en Griekenland.

De asset-allocatie wijst nog steeds in de richting van een lichte overweging van aandelenposities omwille van de relatief lage langetermijnrente, toegenomen risicopremies en positieve ontwikkelingen van de ondernemingsresultaten. De toegenomen volatiliteit van aandelen (en de afgenomen schommelingsgraad van obligaties) tempert echter tijdelijk het enthousiasme voor onze favoriete assetklasse op lange termijn. We blijven hierbij kiezen voor een expliciete overweging van de eurozone, aangevuld met een stevige portie Aziatische accenten (onder meer in Chinese consumptie-aandelen en India). De VS is enigszins onderwogen in onze profielfondsen. Enerzijds is dit het gevolg van een traditionele home bias, maar ook door de onzekerheid over het onmiddellijke verloop van de Amerikaanse wisselkoers en de instabiele politieke situatie in het Witte Huis. Anderzijds speelt momenteel ook de relatief goedkope waardering van Europese aandelen in het nadeel van de Amerikaanse bedrijven.

Voor de invulling van obligatieposities blijven we gericht op overheidsobligaties, met looptijd van 5 tot 7 jaar, uit Portugal, Italië en Spanje. Bij de laatstgenoemden wordt het accent gelegd op Inflation Linked Bonds. Andere deviezen blijven zeer beperkt aanwezig in de obligatieportefeuille, vooral wat betreft de dollarposities. Hierop weegt immers niet de wisselkoersonzekerheid maar tevens een wat hoger renterisico. Het accent bij posities buiten de eurozone wordt vooral gelegd via overheidsobligaties in Polen en emerging bonds, voornamelijk uit de Aziatische zone.



Lijst met zware beroepen