

Het zenuwslopende heen- en weergedoe dat de financiële markten momenteel teistert, is onlosmakelijk verbonden met het inzicht dat aandelen- en obligatiebeurzen zich voorbereiden op een seizoenswissel. In het huidige geval houdt dit een beweging in die professionele beleggers weghaalt uit hun comfortzone, die in de afgelopen jaren werd gecreëerd door het gelijktijdig versnellen van de economische groei, het geleidelijke weggebben van financiële spanningen en een agressief stimulerend monetair beleid, wat zich consequent vertaalde in stijgende ondernemingswinsten, afnemende risicopremies en dalende langetermijnrente en resulteerde in spectaculaire recordniveaus op zowel de aandelen- als obligatiemarkten.

Het toekomstbeeld richt zich nu nog steeds op een verdere toename van de bedrijfswinsten waarbij men er zich tegelijk echter rekenschap van geeft dat het tijdperk van stimulerende monetaire politiek - alleszins in de VS - voorbij is, terwijl de geopolitieke onzekerheden het niet toelaten dat de risicopremies nog substantieel verder afnemen.

*The times, they are a changin'*

Geen erg: de economische groei is meer dan behoorlijk en van aard om bedrijfswinsten tot nieuwe topprestaties te inspireren. Wanneer het aan het rentefront voldoende kalm blijft (waar het nu naar uit lijkt te zien) volstaat dit om de beurzen te ondersteunen en iedere struikelpartij van de koersen als een opportuniteit te beschouwen.

De voornaamste voorwaarden voor een verdere beursklim op langere termijn - zij het via een hobbelig pad - lijken momenteel te worden ingevuld. De ondernemingsresultaten laten een zelden geziene klim optekenen, waarbij vooral een glansrol is weggelegd voor Amerikaanse bedrijven met een gemiddelde jaar-op-jaartoename van 20 %. Maar ook China, India en de meeste Europese landen verrassen in zeer positieve zin en kunnen *double digit* groeicijfers voorleggen. De langetermijnrente stabiliseert zich intussen zowel in de eurozone en de VS, terwijl de meeste prijsindicatoren zich vooralsnog zeer gedeisd weten te houden. De geopolitieke spanningen vertonen dan weer een steeds weerkerend patroon met inleidend pompeus tromgeroffel en veel vertoon voor de Bühne om dan te evolueren naar een meer moderate houding.

De *mad man*-doctrine, weet u wel, naar het voorbeeld van Machiavelli, Eisenhower, Nixon en Dr. Kissinger.

Maar een dergelijke voorspelbaarheid kan tot een gemakzuchtige opstelling aanleiding geven waardoor men wellicht niet voorbereid zal zijn wanneer het verbale geweld onverwacht toch effectief zou escaleren op het geopolitieke front.

Op het economische slagveld vereisen de inflatiecijfers telkens opnieuw bevestiging op basis van de meest recente werkloosheidsstatistieken in de VS. Ook nu wordt met een bang hart uitgekeken naar de ontwikkeling van de looncomponent in de statistieken van het Amerikaanse ministerie van Werkgelegenheid die vrijdag worden gepubliceerd.

De ongunstige evolutie van de salariscijfers bleek destijds immers de struikelsteen voor het economische beleid in 2004-2005 maar ook 1969 omdat in beide gevallen de monetaire overheid te laat reageerde en ongewild had toegelaten dat zich een opwaartse loonspiraal op gang wist te trekken, die alleen mits een substantiële toename van de beleidsrente kon worden afgestopt, met als kostprijs een verregaande afkoeling van de economie.

De financiële markten gaan er nu van uit dat de Amerikaanse centrale bank wel tijdig heeft geanticipeerd. Met de recente toenames van haar rentetarieven, hanteert de Fed echter slechts een bot beleidsinstrument, zodat iedere nieuwe statistiek over de salariscijfers tot de nodige beroering aanleiding kan geven. De financiële markten gaan ervan uit dat er in 2018 nog twee verhogingen van de beleidsrente, met telkens 25 basispunten, met quasi zekerheid (in juni en september) moeten worden ingecalculerd en dat er maar 1/3 kans bestaat op een aanvullende stijging in december.

Dit verwachtingspatroon kan echter zeer snel wijzigen op basis van nieuw cijfermateriaal. Vermits de loonstatistieken op zeer erratische wijze worden samengesteld, kunnen de financiële markten daarenboven onvoorbereid voor verrassingen komen te staan met heftige bewegingen en ongenueerde reacties (zoals in februari) tot gevolg.

De economische ontwikkelingen op zich vormen echter geen aanleiding voor toenemende onzekerheid. Integendeel, de Amerikaanse conjunctuurindicatoren stabiliseren op een hoog niveau en laten niet vermoeden dat er enig oververhittingsgevaar dreigt, terwijl het economische momentum in de eurozone en China eerder afneemt.

In de VS is het ISM-cijfer voor de industrie licht afgenomen, wat deze belangrijke conjunctuurindicator volledig in onze voorspelde zone brengt.

De verrassingsindex geeft echter nog steeds aan dat de gerealiseerde economische prestaties de verwachtingen blijven overtreffen, terwijl recentelijk ook de groei in vacatures substantieel is toegenomen. Dit laatste geeft aan werknemers meer onderhandelingsmarge en is van aard opwaartse loondruk te ontwikkelen. De productiviteitsgroei in de bedrijven is echter te beperkt om een escalatie van de lonen toe te laten.

De Europese verrassingsindex wijst op een afnemende trend, terwijl de Chinese Caixin-cijfers aangeven dat de versnelde, opwaartse bewegingen uit de vorige maanden zich niet verder zetten, zodat ook hier ieder oververhittingsgevaar is geweken.

De toename van de volatiliteit op de markten is echter slechts in beperkte mate toe te schrijven aan de gewijzigde rente- of groeivoorzichten. Vooral de toenemende geopolitieke onzekerheid en de onvoorspelbaarheid van de wispelturige Amerikaanse president vormen de rechtstreekse aanleiding tot de marktturbulenties.

Hierbij wordt te gemakkelijk verwezen naar de toenemende dreiging van een wereldwijde handelsoorlog. Natuurlijk kennen we de nefaste gevolgen van de invoering van handelsbelemmerende tarieven maar al te goed maar het is eerder onwaarschijnlijk dat de verwachte Amerikaanse heffingen op ingevoerde producten uit China een katalysator zouden vormen voor verregaande tegenmaatregelen. China heeft immers veel meer te verliezen bij een dergelijk conflict dan de VS. Vandaar ook dat de invoertaksen op Amerikaanse producten eerder een symbolisch karakter dragen. Zo lijkt de meest substantiële maatregel betrekking te hebben op de invoer van varkensvlees. Nogal opportunistisch en doorzichtig allemaal, want dit is hooguit een vestzak-broekzak operatie. China heeft immers nog niet zo lang geleden een van de grootste overnames ooit uitgevoerd in de VS en dit op een Amerikaanse varkensvlees producerend bedrijf. De heffing kan op die manier onrechtstreeks terugvloeien via subsidies en de concurrentie van andere bedrijven definitief en volledig uitschakelen.

De Chinese overheid zal overigens zeer omzichtig te werk gaan bij het opleggen van maatregelen die de inflatie en vooral dan de voedselprijzen dreigen aan te wakkeren. Daarenboven ziet men ginds ook wel in dat de flagrante inbreuken op de WTO-reglementering en de internationale patentwetgeving niet langer houdbaar en wenselijk zijn. Voor één keer (dat mag ook worden eens worden gezegd) heeft de Amerikaanse president wel degelijke een grondige analyse gemaakt en is gekomen met maatregelen die breed gedragen worden door de Amerikaanse burgers.

Wat de financiële markten echter vooral afschrikt, is de aangekondigde maatregel dat het niet langer toegelaten zal zijn dat Chinese bedrijven Amerikaanse top-technologische ondernemingen mogen overnemen. Hierdoor ontstaat een ongebreidelde export van kennis naar China die in latere fase gebruikt kan worden om de Amerikaanse markten te overspoelen met goedkopere Chinese producten, gebaseerd op eerdere, Amerikaanse researchinspanningen. De overname van Qualcomm werd op basis hiervan recent nog afgeblazen. De aandelenkoersen van heel wat Amerikaanse technologiebedrijven bevatten echter nog een overnamepremie, die nu schoksgewijs moet worden weggewerkt met (tijdelijke) dalingen. De zeer sterke bedrijfsresultaten in deze sector zullen dit echter geleidelijk weten te compenseren.

Waarom de Europese technologiebedrijven hiervoor moeten dalen, is echter een raadsel. Wellicht is dit enkel te wijten aan even onvolwassen als onverantwoord kopieergedrag op de Europese aandelenmarkten. Waarschijnlijk doen zich hierdoor een aantal opportuniteiten voor maar het nieuws dat Apple tegen 2020 zijn eigen chips zal produceren moet eerst grondig worden geanalyseerd vooraleer we deze stelling veralgemenen.

De afkondiging van de overnamestop op technologiebedrijven in de VS door buitenlandse (zeg maar Chinese) bedrijven moet vervolgens in combinatie worden gezien met een aantal negatieve bedrijfsspecifieke ontwikkelingen, zoals het debacle bij Facebook. Dit bedreigt niet alleen de kern van de winstgevendheid van dit specifieke bedrijf maar vertaalt zich gemakkelijk naar andere dataplatformen zoals Google. Voeg hieraan toe dat omwille van een ongeval met een Tesla-voertuig ook de toekomst van zelfrijdende auto's in vraag wordt gesteld, dan ontstaat een spanningsveld op de financiële markten dat zich ontaardt met schoksgewijze, tijdelijke dalingen en een toename van de verwachte volatiliteit.



These are wild, wild markets. This takes a strong, strong mind.

De toename van de bedrijfsresultaten wereldwijd zal echter van aard zijn om een belangrijk gedeelte van deze negatieve ontwikkelingen te neutraliseren. Concreet vertaald in termen van *asset-allocatie* betekent dit dat de aandelencomponent eerder een neutrale (tot licht overwogen) positie nastreeft. De verwachte opbrengst van aandelen is immers toegenomen (onder meer door een verdere toename van de geboden risicopremie) maar ook de verwachte volatiliteit bevindt zich op een hoger peil waardoor per saldo de aandelenpositie naar neutraal terrein wordt afgebogen, met een sterke overweging van de eurozone. De obligatiecomponent neemt in beperkte mate toe, maar beperkt zich nog steeds tot Italiaanse en Spaanse inflatie-gerelateerde obligaties, aangevuld door de Portugese en Poolse overheidsobligaties en eerder bescheiden posities High Yield bonds en obligaties uit (Aziatische) groeilanden.