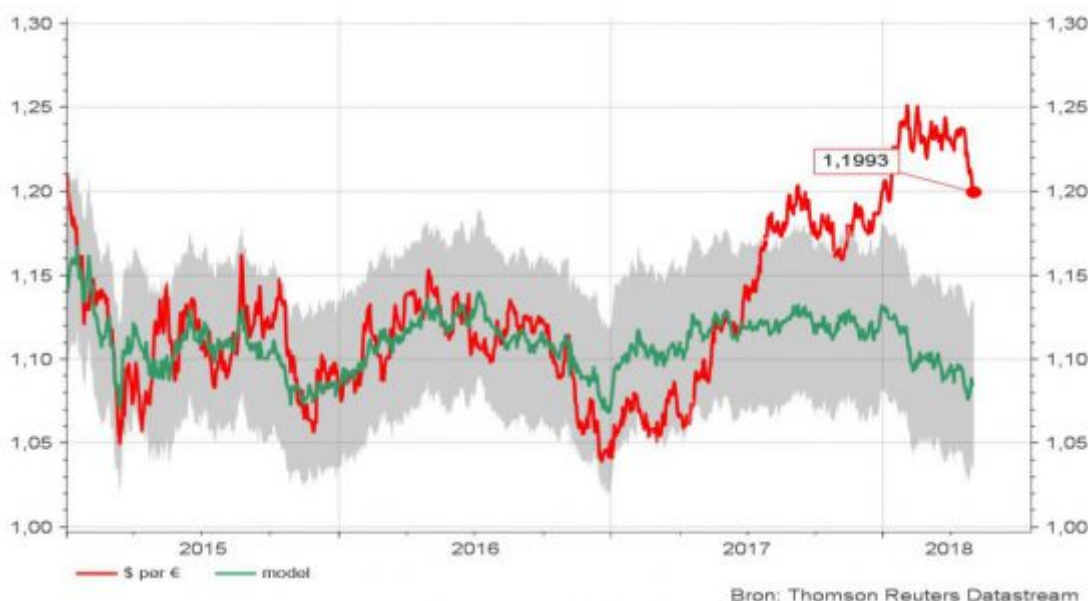


Niet de eerste keer dat u dit hoort, natuurlijk. Laat ons beginnen met het slechte nieuws. Dat is de snelste manier om er komaf mee te maken.

De langetermijnrente is gestegen maar deze opsprong beperkt zich tot de VS, waar de inflatie-indicatoren duidelijk een oplopend pad zijn ingeslagen. Maar deze beweging blijft bescheiden en vindt weinig navolging in de eurozone waar de langetermijnrente slechts met enkele basispunten is toegenomen. Hierdoor stijgt het onderlinge renteverskil naar een ongezien hoogtepunt, wat ongetwijfeld de verhoopde versteviging van de US dollar wisselkoers in de hand zal werken.

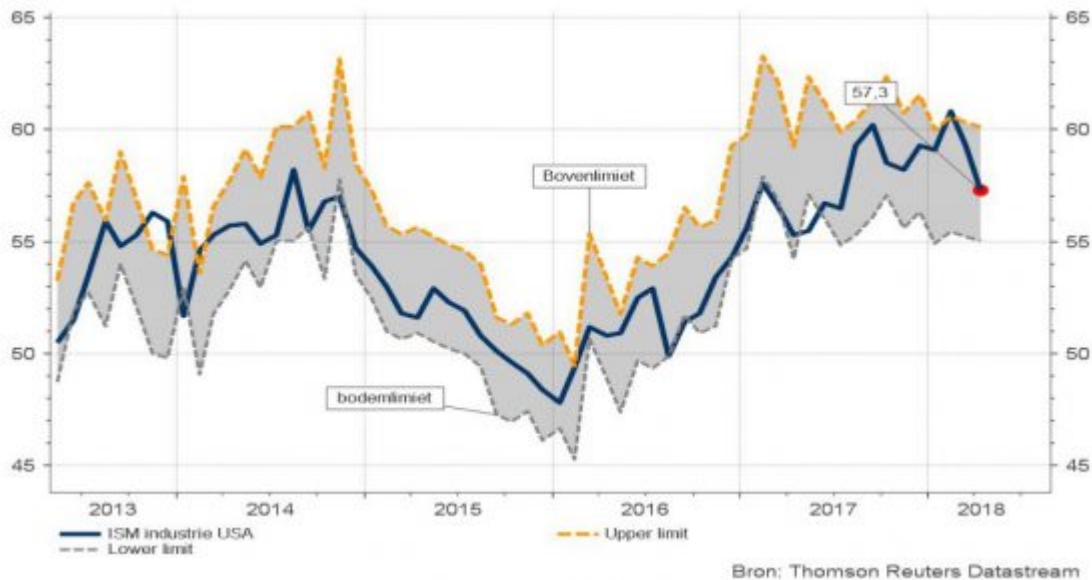
Grafiek 1: Evolutie van de US \$ /EUR wisselkoers in vergelijking met onze modelwaarde (gebaseerd op rente- en



De tweede slechte nieuwstijding komt uit de eurozone waar de economische groei duidelijk aan momentum verliest. U wist dit al een tijdje maar nu ook de ECB de terugval in de indicatoren heeft opgemerkt, zal zich dit nadrukkelijk in het monetaire beleid vertalen. Het is op dit moment niet duidelijk of de economie op het oude continent tijdelijk even naar adem hapt na een indrukwekkende groeispuurt die in 2014 werd ingezet, of dat eerder een scenario moet worden gevreesd waarbij de economische prestatie van de eurozone terug naar de mediocriteit van weleer neigt om te slaan.

Wij zijn vooralsnog overtuigd van de eerste optie, temeer omdat ook de VS momenteel wordt geconfronteerd met een lichte terugslag, die wordt gereflecteerd in tegenvallende cijfers voor industriële bestellingen en (vooral) bestedingen in de bouwsector en wordt bevestigd door een afbuigende ISM indicator. Niets nieuws voor u, we meldden dit al herhaaldelijk waarbij deze conjunctuurindicator zich nu pal op onze voorspelde waarde bevindt.

Grafiek 2: Evolutie Amerikaans conjunctuurindicator (ISM industrie)



Maar de financiële markten lieten zich initieel toch nog verrassen en blijven extreem alert omdat eerstdaags ook de gevreesde werkgelegenheidscijfers worden gepubliceerd met een verdere opsprong van de salariscomponent als doemscenario. Oplopende looninflatie tegen de achtergrond van een vertragende economie zou de Fed immers toch verplichten om de beleidsrente een derde of vierde keer op te trekken, wat het recessiegevaar doet toenemen. Maar zo'n vaart zal het niet lopen. Weliswaar kan het aantal gecreëerde jobs opveren in vergelijking met het vorige (ontgoochelende) cijfer en is een verdere versnelling in de loonmassa niet uitgesloten. Maar zolang dit lager dan (ongeveer) 3% op jaarbasis blijft, zal dit de Fed niet verontrusten. De centrale bank gebruikt immers als vuistregel dat de looninflatie lager moet blijven dan de algemene inflatiedoelstelling (momenteel 2,1%) plus de verwachte productiviteitsgroei en dat is nog altijd ruimschoots het geval.

Op het Europese economische front komt de tijdelijke conjuncturele terugslag (zoals steeds) ongelegen en zal dit de ECB inspireren tot het voortzetten van haar stimulerende beleid. Vermits zowel de doelstelling inzake kredietgroei als die inzake inflatie niet wordt gehaald, betekent dit dat de depositorente nog een hele tijd negatief zal blijven en het *quantitative easing*-programma zonder terughoudendheid wordt uitgevoerd waardoor aan de langetermijnrente weinig opwaarts potentieel wordt gegeven.

Het goede nieuws dan.

De opsprong van de LT-rente in de VS blijft bescheiden en is vreemd genoeg het gevolg van de zwakkere conjunctuercijfers. De financiële markten vertalen dit immers in afgenomen kansen op een verdere verhoging op een vierde renteverhoging in december, na het optrekken van de beleidsrente in maart en de quasi zekerheid van een verdere verhoging in juni en augustus met telkens 25 basispunten. Hierdoor krijgt de economie meer ademruimte en kan de inflatie wat verder opklimmen, wat in beide gevallen van aard is om een (wat) hogere langetermijnrente uit te lokken.

Deze rentestijging wordt echter meer dan gecompenseerd door de uitstekende bedrijfsresultaten die in de VS worden gepubliceerd. De beursgenoteerde ondernemingen drukken zelfs resultaten af die gemiddeld 8% hoger zijn dan de toch al hooggespannen verwachtingen, met een starperformance van de technologiesector. Om u een verdere illustratie te bieden van het sterke momentum van de Amerikaanse bedrijfsresultaten: zelfs de twee zwakste sectoren laten een groeivoet optekenen van 9,5% op jaarbasis (en dat is ongeveer het gemiddelde groeiritme van de Duitse en Franse bedrijven, die het nochtans uitstekend doen.)

Dit heugelijke feit komt echter met een donker randje: De publicatie van "goede" bedrijfsresultaten is in deze context

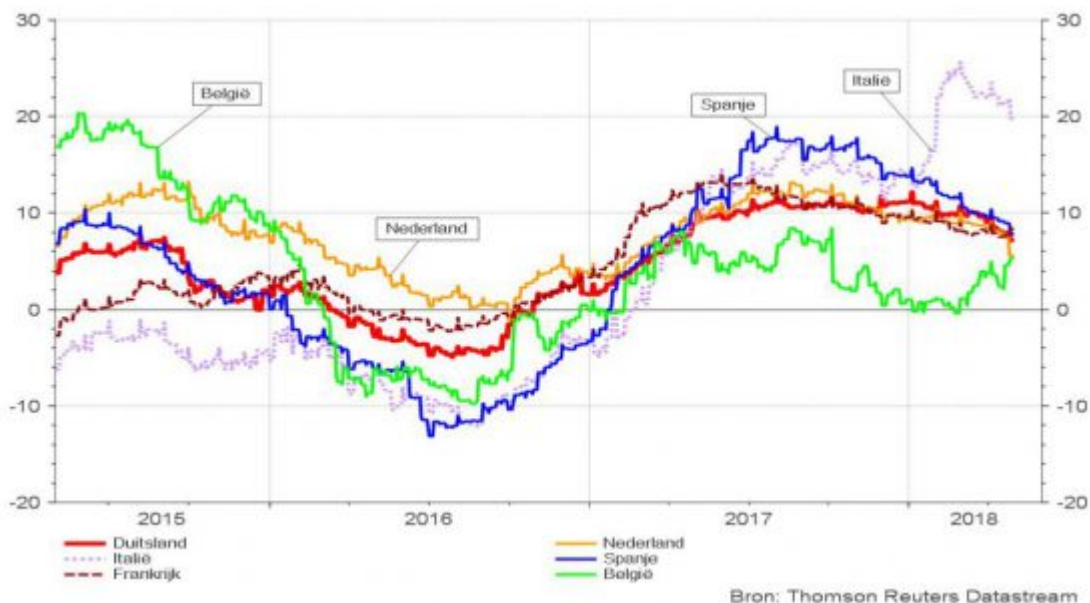
onvoldoende en leidt tot scherpe koersdalingen. Op termijn creëert dit weliswaar opportuniteiten maar het is telkens toch even schrikken. De onderlinge dispersie in beursprestaties is vandaar momenteel zeer hoog en het is waarschijnlijk het slechtst denkbare moment om de held uit te hangen door geconcentreerde posities aan te houden in enkele waarden. Een brede spreiding is primordiaal.

Vanzelfsprekend mag het huidige groeiritme niet worden doorgetrokken tot in de eeuwigheid, maar dat doen de financiële markten ook niet. Ze houden daarentegen rekening met een latere, geleidelijke afkoeling zodat van een overwaardering op basis van fundamentele parameters geen sprake is. Dit kan maar omslaan wanneer de economische groei dermate sputtert dat de groeivoorzichten abrupt en drastisch moeten worden bijgesteld in negatieve zin of wanneer de langetermijnrente onverwacht sterk opveert en hierdoor de zuurstof wegzuigt uit de ondernemingsinvesteringen.

Ook op het Europese continent tonen bedrijven zich momenteel van hun beste kant met stevige resultaten en indrukwekkende groeiritmes, zeker in Duitsland, Nederland en Frankrijk maar het meest uitgesproken in Spanje en Italië. Beide landen vertrekken echter van een (veel) lager niveau (en dan is het altijd wat makkelijker om nadien hogere groeicijfers te tonen).

We weten een dergelijke evolutie als geen ander te appreciëren maar zijn zeker ook niet blind voor het feit dat toename van de Europese bedrijfsresultaten een (tijdelijke?) plateauwaarde lijkt te hebben bereikt.

Grafiek 3: Evolutie van het groeiritme van de (verwachte) bedrijfsresultaten in de eurozone



Vandaar dat we enerzijds Europese aandelen in belangrijke mate overwegen in onze portefeuille omwille van hun relatief goedkope waardering maar anderzijds geleidelijk ruimte beginnen vrij te maken voor Chinese en Indische posities en de onderweging van de Amerikaanse aandelen laten wegebben.

We mogen hierbij zeker niet voorbijgaan aan de meest positieve (of zijn we te voorbarig?) politieke ontwikkeling waarbij we zowaar een traan hebben weggepinkt bij de historische ontmoeting tussen de grote leiders van Noord- en Zuid-Korea. Wat de Noord-Koreaanse potentiaat heeft bewogen om op korte termijn zijn rol als nucleaire boeman in te ruilen voor deze van diplomatieke vreedstichter, is echter niet duidelijk. Misschien heeft de (enige) wereldleider, de Chinese partijleider Xi, zijn arm omgewrongen en gewezen op de ernst van de situatie? Meer waarschijnlijk is echter dat de meest recente aardschok die werd opgemeten in deze contreien inderdaad werd veroorzaakt door de explosie van de belangrijkste ondergrondse nucleaire site in Noord-Korea en zit de *Rocket man* voor lange tijd zonder vuurkracht.

Zijn plaats als internationale publieke vijand nummer 1, bleef evenwel niet lang vacant. Israël was er als de kippen bij om een nieuwe kandidaat voor te dragen. Het oprakelen van de Iraanse kwestie en het in vraag stellen van het internationale nucleaire akkoord met Teheran dreigt echter de olieprijsen op te jagen omdat nieuwe economische sancties de uitvoer van olie uit Iran drastisch kunnen beïnvloeden. Dit kan echter voor een groot gedeelte worden geneutraliseerd door het opvoeren van de schaliegasproductie in de VS. Vandaar de expliciete steun van de VS aan de voorgestelde kandidaat.

Ons asset-allocatiemodel zet opnieuw een stap in een meer uitgesproken overweging van aandelen, met een overwicht in de eurozone maar met toenemende aandacht voor India, VS en China.

Obligatieposities blijven sterk onderwogen waarbij enkel ruimte wordt gelaten aan Spaanse, Portugese en Italiaanse staatsobligaties, in beperkte mate aangevuld met Poolse overheidsobligaties en emerging market bonds. In de profielfondsen werden tevens enkele cashposities in euro omgewisseld voor kortetermijnposities in US \$.