

Toegegeven. We bespeuren bij onszelf een vage sympathie voor enkele onderdelen van het nieuwe regeringsprogramma in de laars van Europa. Dit blijft weliswaar beperkt tot de voorstellen voor lagere belastingen en vlaktaksen en maatregelen om de corruptie en de voortwoekerende kanker van politieke benoemingen in te dijken. Maatregelen die overigens ook in ons kleine landje een positief effect zouden kunnen veroorzaken.

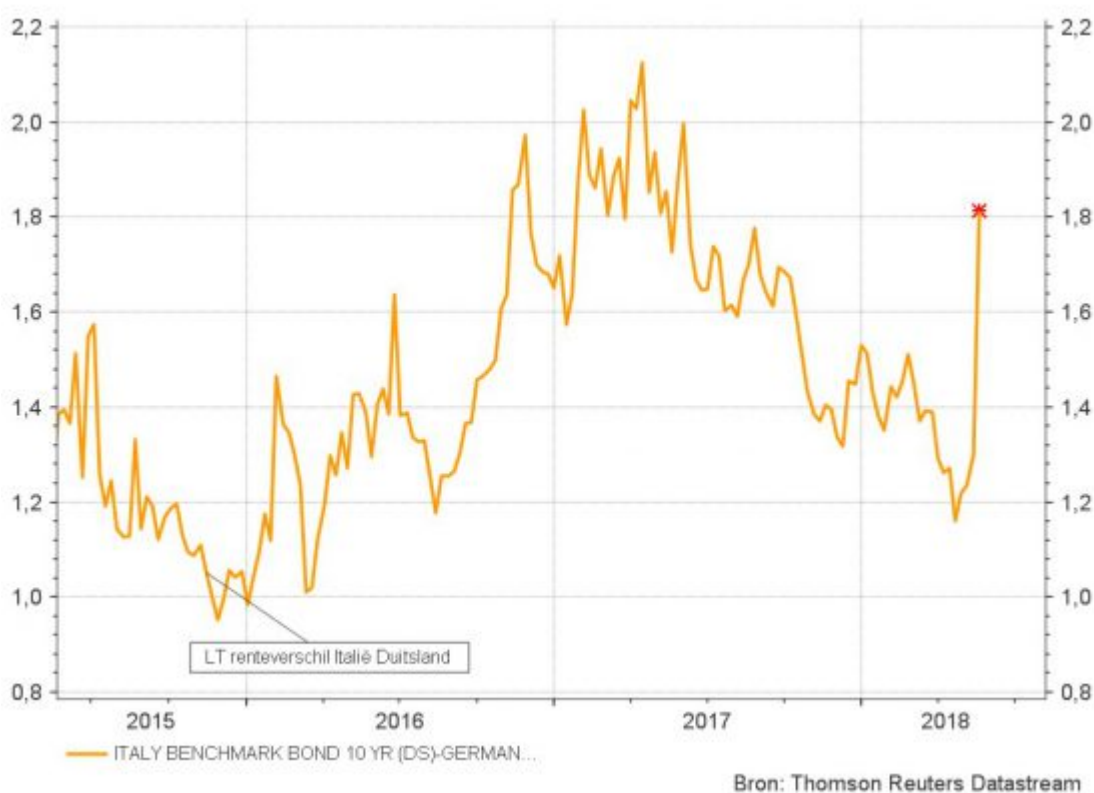
Maar tussen droom en daad staan (Europese) wetten en (tal van) praktische bezwaren. De EU dringt intussen nog aan op verdere overheidsbesparingen en de gigantische Italiaanse schuldenlast laat zich zomaar niet wegstrepen.

Ramazzotti zal het ons wellicht vergeven wanneer we de tweede zin van zijn bekendste cantate aanpassen aan de huidige context: *Se bastasse una bella canzone, per respingere il debito pubblico ...*

Het Italiaanse volk mag natuurlijk dromen en dit zelfs vertalen in politieke intensieverklaringen maar zal snel geconfronteerd worden met een muur van wantrouwen van de financiële markten die iedere (verdere) budgettaire ontsporing zullen afstraffen met hogere langetermijnrentetarieven die sterk ontradend zullen werken. We vermoeden dan ook dat het regeringsbeleid een realistische invulling zal geven aan de aangekondigde maatregelen en zich hierbij vooral zal richten op die doelstellingen die niet onderhevig zijn aan de impliciete goedkeuring van de financiële markten, met name het anti-corruptiebeleid en het terugdringen van de politieke inteelt. *Buona fortuna.*

Het verschil tussen de langetermijnrente in Italië en die in Duitsland is vanzelfsprekend terug opgelopen, zonder evenwel een schrikbarende evolutie te laten optekenen. We bevinden ons nu op hetzelfde niveau als medio 2017.

Grafiek 1: Evolutie van het Italiaans-Duitse rentevershil op 10 jaar overheidsobligaties.

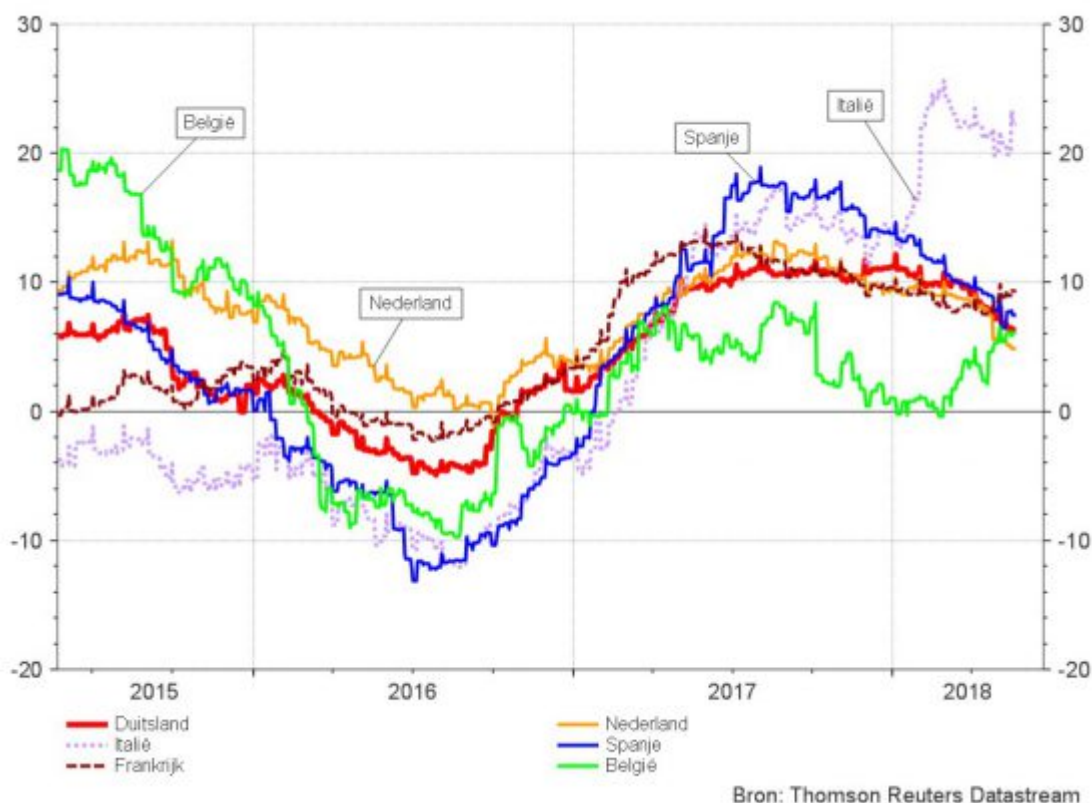


De *spread* neemt intussen overigens terug wat af, maar de financiële markten bouwden een risicopremie in als uiting voor hun fundamentele wantrouwen in dergelijke vreemdsoortige politieke coalities met sloganeske beleidsverklaringen. Pas indien er een effectieve ontaarding zou dreigen in de relatie tussen de EU en de Italiaanse regering, neemt de kans op een

fundamentele escalatie van de renteverschillen toe.

Gegeven de dramatische consequenties hiervan op de Italiaanse economie gaan we ervan uit dat het enkel bij wat theateraal verbaal geweld zal blijven en dat de financiële markten zich hieraan geleidelijk zullen aanpassen en de renteverschillen op termijn terug kunnen afnemen. Hierdoor ontstaan opportuniteiten, zowel op obligatie- als aandelenmarkten. Vergeet hierbij niet dat de Italiaanse bedrijfswinsten in vergelijking met die van de andere Europese landen het hoogste groeiritme op jaarbasis laten optekenen (weliswaar vertrekkend van het laagste niveau ...)

Grafiek 2: Evolutie van de jaarlijkse groeivoet van de verwachte bedrijfsresultaten



Intussen boren de bedrijfsresultaten in de VS zich door het plafond van de (nochtans) hooggespannen verwachtingen. Dat volstaat echter niet om de Amerikaanse beursindices naar een hoger peil te bewegen want intussen is ook de rente op 10 jaar staatsobligaties door de symbolische muur van 3 % gegaan.

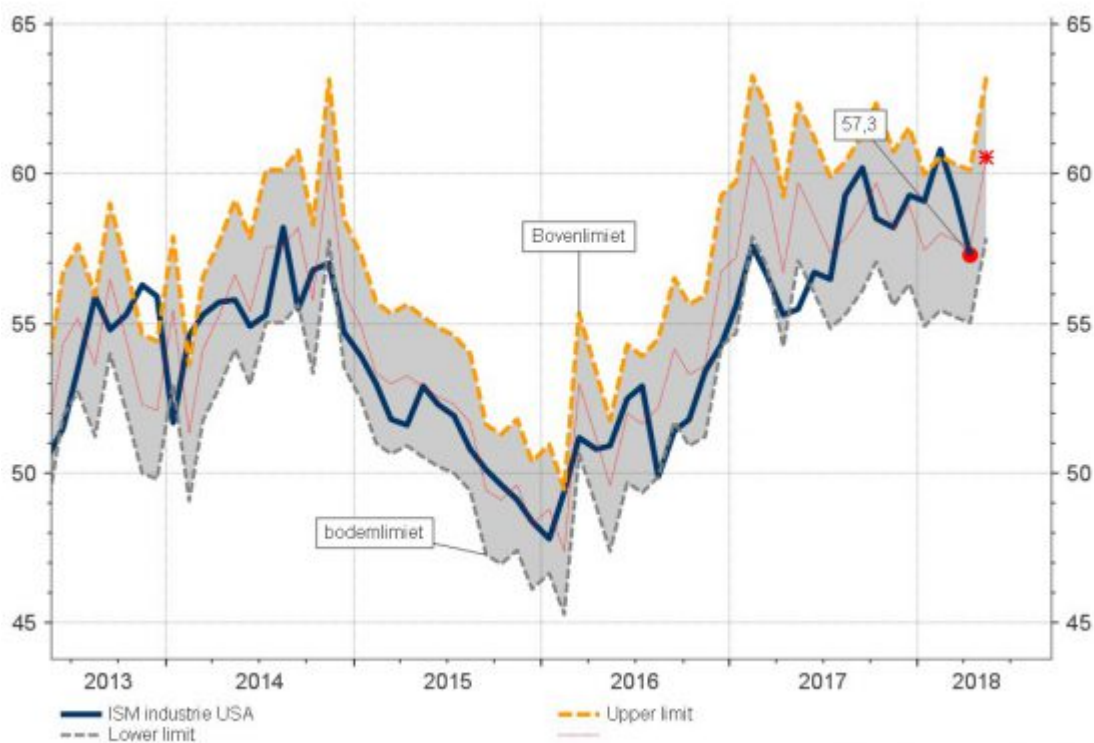
Volkomen terecht overigens want zowel de inflatie- als de conjunctuurindicatoren wijzen in de richting van hogere rentevoeten, maar de voornaamste beweegreden voor de recente opsprong van de lange termijn is eerder te zoeken in de (tijdelijk) zwakkere economische cijfers die de afgelopen weken werden gepubliceerd, met onder meer een knip in de ISM-indicatoren voor zowel de industrie als de dienstensector en (vooral) een matige ontwikkeling van de loonmassa.

Hierdoor verkleint de kans op een toename van de beleidsrente in de VS in december (na een quasi zekere toename met telkens 25 basispunten in juni en september).

Een dergelijk scenario biedt meer ruimte voor verdere economische groei maar geeft tegelijk ook de inflatie-indicatoren meer opwaarts potentieel, hetgeen op zijn beurt de langetermijnrente laat opveren. Nadat ook één van de Fed-gouverneurs in de vorige week aangaf dat de beleidsrente zich nu reeds in de buurt van de neutrale (noch stimulerende, noch afkoelende) niveau bevindt, vormde het signaal om de 3 %-muur te bestormen met een bescheiden bres tot gevolg.

Onze indicaties over het volgende (industriële) ISM-cijfer zijn echter vrij positief en duiden op een snel herstel van de appelflauwte die uit de vorige publicatie kon worden afgeleid. Hierdoor neemt opnieuw de kans op een verhoging van de beleidsrente in december toe waardoor de opwaartse beweging van de langetermijnrente aan momentum zal verliezen.

Grafiek 3: Voorspelling van de ISM-indicator



Bron: Thomson Reuters Datastream

De Europese economieën hebben hun herstel echter nog niet ingezet. De economische indicatoren hebben weliswaar een minder scherpe terugval laten optekenen dan hun Amerikaanse tegenvoeters maar hun terugval lijkt van een meer fundamentele orde te zijn. De 'verrassingsindex' is immers teruggevallen tot zijn minimale niveau, hetgeen - letterlijk - betekent dat alle economische cijfers onder hun verwachte niveau blijven en vandaar op een algemene terugslag op alle fronten duiden.

Dit is zeker geen drama. De economische activiteit is nog steeds voldoende intens om in bijkomende werkgelegenheid te voorzien en de bedrijfswinsten naar een hoger peil te tillen. De pertinente vraag stelt zich echter hoe de ECB haar toekomstige beleid moet bepalen, na bijna een decennium van agressieve stimulering die culmineerde in een negatieve kortetermijnrente en een ongezien volume in obligatie-aankopen.

De vooruitzichten inzake de groei van kredieten blijven middelmatig tot zwak, zodat de kortetermijnrente negatief moet blijven (en ware het niet voor bezorgdheid over de rendabiliteit van de Europese banksector, naar een nog lager niveau zouden verhuizen). De inflatie-indicatoren blijven in de eurozone nog te ver verwijderd van hun objectief om het aankoopprogramma van langetermijnobligaties stop te zetten (en dit zeker niet met de huidige spanningen in Italië). Volgens een recente bevraging van Reuters verwacht een meerderheid van economen zich intussen aan een beëindiging van het *Quantitative Easing*-programma tegen het einde van 2018.

Wij delen die mening hoegenaamd niet, tenzij de ECB haar initiële inflatie-objectief verlaat. Maar dat laatste houdt een signaal van verwarring in voor de financiële markten, dat zich pijlsnel vertaalt in wantrouwen in het beleid van de ECB en

dat kost veel meer dan het voortzetten (in één of andere vorm) van het aankoopprogramma.

Onze asset-allocatie gaat momenteel voorbij aan al dat (al dan niet) belangrijke nieuws (dat we wellicht volgende maand al vergeten zijn). De stijging van de langetermijnrente wordt gecompenseerd door hogere bedrijfsresultaten en door de opgebouwde risicopremies. De Italiaanse turbulenties zien we eerder als een opportuniteit en ze hebben weinig schade aangericht omdat we onze looptijden beperkt hielden en vooral via inflation-linked obligaties belegden. We blijven vooral investeren in aandelen met een overgewicht aan Europese waarden, omwille van hun relatief goedkope waardering en de toegenomen bedrijfswinsten. De lagere waardering van de (meeste) Europese beurzen in vergelijking met die van de VS weerspiegelt vanzelfsprekend ook het verschil in hun onderlinge groeiverwachting. Dit verklaart tevens onze toegenomen appetijt voor Amerikaanse aandelen, zeker nu de dollar-euroverhouding zich (na een onverklaarde afwijking) in de richting van onze modelwaarde begint te begeven en hierdoor het wisselrisico is afgenomen.

Grafiek 4: Evolutie van de VS dollar-eurokoers



De internationale aandelenbeurzen lijken ook wat beperkte hinder te ondervinden van het mogelijk uitstellen van de Amerikaanse en Noord-Koreaanse 'leiders'. We vroegen ons een tijdje geleden al af wat Kim bezielde om al zijn kaarten meteen op tafel te smijten. Buiten een (zeer tijdelijke) emotie levert dat niets op. De vraag die de Noord-Koreaanse delegatie zich nu openlijk stelt, is wat ze in de plaats (had) moeten vragen voor haar spectaculaire vredesgebaar.

*Ja, Wat eigenlijk?* Joe Jackson keelde vanmorgen (zeer) vroeg een begin van het antwoord op onze autoradio. *You can't get what you want, if you don't know what you want.*