



1. Rente en conjunctuur : VS

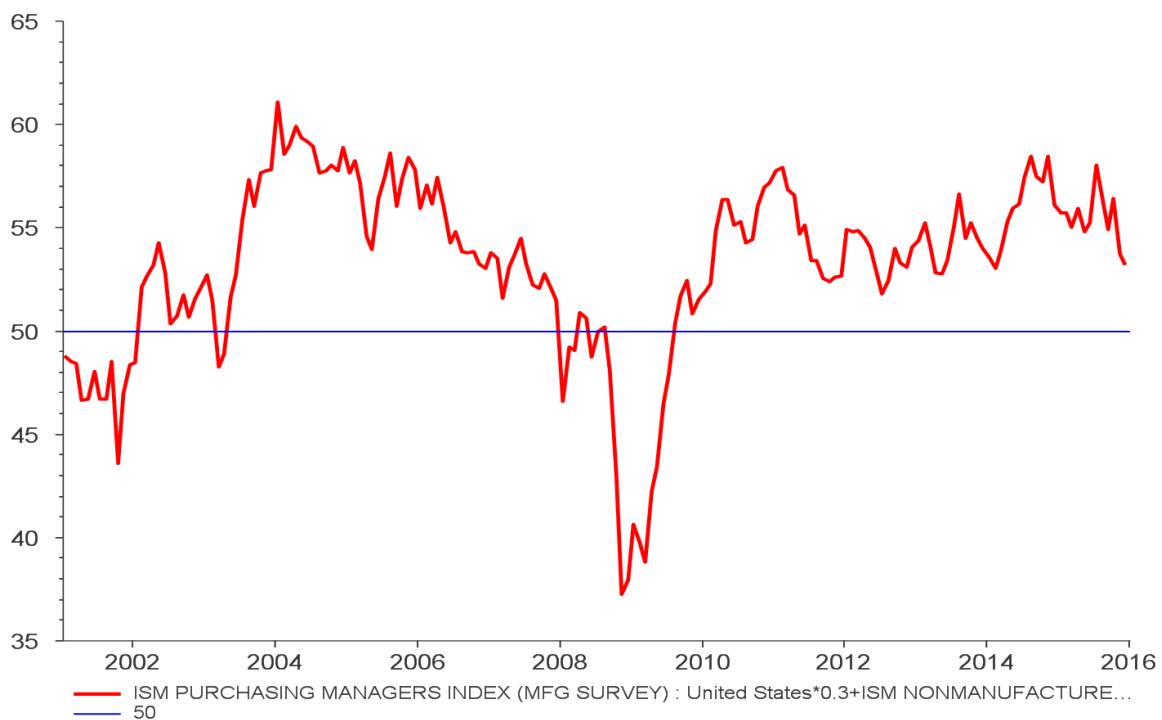
De economische indicatoren in de V.S. vertonen een gemengd beeld. De voorlopende indicatoren voor de Amerikaanse industrie zijn ronduit zwak: opnieuw, na vorige maand, zakt de Amerikaanse industrie verder weg onder de 50 punten. Dit wijst duidelijk op een contractie in de industrie en is dus negatief voor de volgende kwartalen. Ook de dienstensector verliest aan kracht, maar blijft nog boven de 50 punten wat wijst op een expansieve modus. De FED-renteverhoging lijkt dan ook wat voorbarig op basis van de evolutie van deze voorlopende conjunctuurindicatoren.

Wanneer beide gecombineerd worden volgens hun aandeel in de totale Amerikaanse economie (30% industrie en 70% diensten) kan gesteld worden dat de conjunctuur in de V.S. in een expansie fase zal blijven maar dat het groeitempo afneemt.

De gewogen index van de aankoopdirecteuren van de VS, PMI

De zwakkere 'Emerging Markets', dure dollar en lage energieprijzen spelen parten.

Gecombineerde ISMV SA

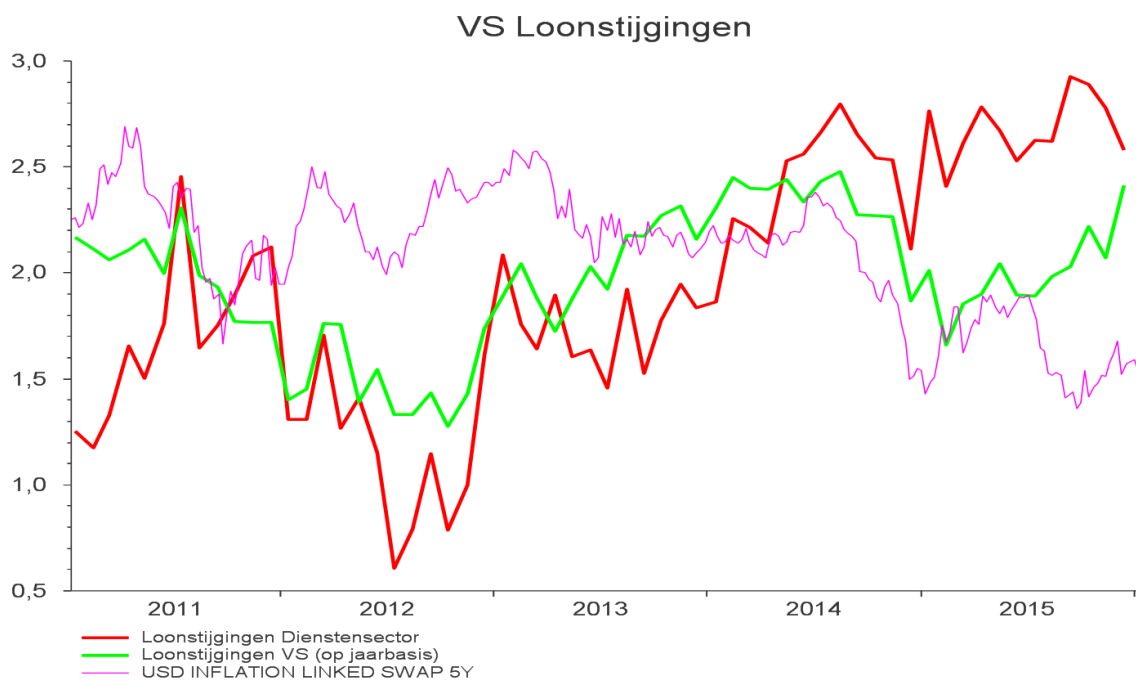


Bron: Thomson Reuters Datastream

De dure dollar, de zwakke 'Emerging Markets' en vooral de zwakke energiesector wegen op de Amerikaanse economie. Op het vlak van werkgelegenheid en looninflatie zien we eveneens een gemengd beeld. De vacaturegroei neemt weliswaar af maar de werkloosheid blijft stabiel op 5%. In de dienstensector daalt de groei van de lonen van 3% naar 2,6% wat positief is. Immers, de forse loonstijgingen in de belangrijke dienstensector was een belangrijke reden voor de FED om de korte rente te verhogen. De loonstijgingen in de dienstensector liggen nu meer in lijn met het landsgemiddelde. De langetermijnrente in de V.S. daalde van ongeveer 2,25% naar 2,15% als gevolg van bovenvermelde elementen.

Loonstijgingen VS

Recent terug een afkoeling van de loonstijgingen in de dienstensector richting 2,5%, in lijn met het gemiddelde. Dit verminderd de druk op de algemene looninflatie.



Bron: Thomson Reuters Datastream

Zoals vroeger reeds aangegeven, gaat de langetermijnrente eerder dalen dan stijgen na een verhoging van de korte rente omdat deze ingreep de kans op toekomstige inflatie afremt en bijgevolg de vergoeding voor inflatie (= rente) niet dient toe te nemen. Daarnaast geloven we niet in een fors groeipad voor de korte termijn rente, zoals enkele FED-directeuren hebben aangegeven.

De Amerikaanse industrie is immers zwak en kwetsbaar door de dure dollar, de inflatie is laag en wordt bijkomend getemperd door de verder afnemende grondstof- en olieprijsen. Ook van sterke looninflatie en arbeidskrachte is weinig sprake. De vooropgestelde FED-inflatiedoelstelling van 2% lijkt dan ook moeilijk haalbaar. De voorwaarden voor een snel en fors tempo van renteverhogingen zijn dan ook niet vervuld. *Derhalve gaan we uit van een stabiele tot licht hogere langetermijnrente in de V.S.*

Europa

In Europa daarentegen ondersteunt de ECB verder de zachte monetaire politiek waarbij rentevoeten laag tot negatief worden gehouden en het inkoopprogramma van obligaties nog verlengd werd. Ondanks het gestage economische herstel verwachten we dan ook geen significante wijziging van de langetermijnrente. Net zoals Japan een decennium geleden, komt de Duitse langetermijnrente terecht in een stabiele tunnel tussen 0,5 en 1%. Met een inflatie net boven nul en afnemende inflatieverwachtingen zal hier niet snel verandering in komen.

China

De aanleiding tot de recente heisa op de financiële markten, moet naar slechte gewoonte opnieuw op de Chinese beurzen worden gezocht, of meer specifiek: Bij de lokale aandelen, die zijn opgenomen onder de CSI 300 index.

Dit behoeft echter enige nuancering: Enerzijds staat deze returnindex over een periode van twee jaar nog steeds 55% hoger (in Yuan) en zelfs 80% (in euro). Anderzijds moet men dergelijke bewegingen ook associëren met de financiële kinderziekten van een groeieland dat zich schoksgewijs probeert in te passen in de globale markteconomie, zeker wanneer dit land –zoals China- vanuit een ideologie vertrekt die hier haaks op staat.

Evolutie CSI 300 returnindex in euro (groen) en yuan (rood)



De ingestelde circuitbrekers op lokale Chinese beurs laten zich momenteel ook van hun (gekende) slechtste kant zien. Ze zijn weliswaar nuttig als bescherming tegen te abrupte bewegingen die een nog onvolwassen markt onverhoeds kunnen en zullen treffen, maar fungeren nu helaas ook als een magneet die iedere neerwaartse beweging onnodig doet versnellen: Kwestie van zeker op tijd weg te zijn, vooraleer de deur definitief dreigt dicht gaat.

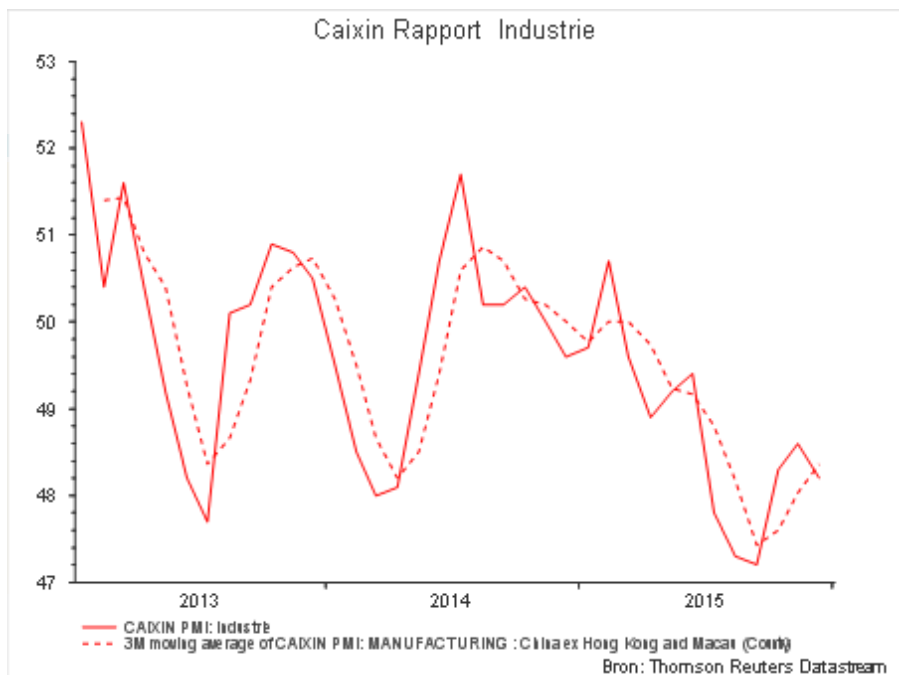
Deze technische elementen mogen ons echter niet afleiden van de onderliggende diepere oorzaken: Enerzijds de onmiskenbare vertraging van de Chinese industriële groei en anderzijds de opvallende ommekeer in de wisselkoerspolitiek. Dit laatste element werd reeds meerdere malen gesuggereerd door de Chinese Overheid maar wordt nu met onvermoede doortastendheid doorgevoerd op de wisselmarkten.

Het eerste element -de industriële groeivertraging- past grotendeels in het transformatieproces dat China zichzelf oplegt: Deze volstrekt verantwoorde omvorming krijgt een sleutelrol bij de vorming van het toekomstige China: De arbeidsmarkt moet zich immers tijdig instellen op een zware demografische terugval en dient vandaar tijdig weg te navigeren van lage loon-jobs en schokgevoelige bulkproductie naar kwaliteitsproducten met hoge toegevoegde marge en interne consumptie.

Hierbij stelt zich ook een zekere urgentiegraad. De demografische bom tikt immers steeds nadrukkelijker. Maar wellicht is de Chinese overheid in haar ijver om deze omvorming doortastend door te voeren te hard op de economische rem gaan staan. Deze fout werd ingezien en men heeft de beleidsrente intussen drastisch laten dalen en simultaan hiermee de bancaire reserveverplichtingen substantieel laten afnemen. Dergelijke ingrepen zijn echter niet vrijblijvend: De eerste maatregel verhoogt immers het inflatierisico, de tweede maatregel doet het kredietrisico toenemen. Daarenboven mag men niet verwachten dat hierdoor de conjunctuur zich onmiddellijk in opwaartse zin zal corrigeren. Men kan hooguit pas na het eerste trimester van 2016 een eerste evaluatie opmaken.

Het voorlaatste Caixin-rapport (dat de conjunctuurprognose opstelt voor de exportgevoelige KMO sector) had nochtans de hoop op een snelle ommekeer frisse moed ingeblazen en hiermee ook de Chinese beurs een welgekomen remonte van 25% bezorgd, in vergelijking met het dieptepunt in augustus. De lichte daling van deze conjunctuurdaling bij de laatste publicatie op 4 januari leidde dan weer tot een disproportionele daling op de lokale Chinese markt die zich onmiddellijk mondiaal wist te verspreiden.

Caixin rapport Industrie China



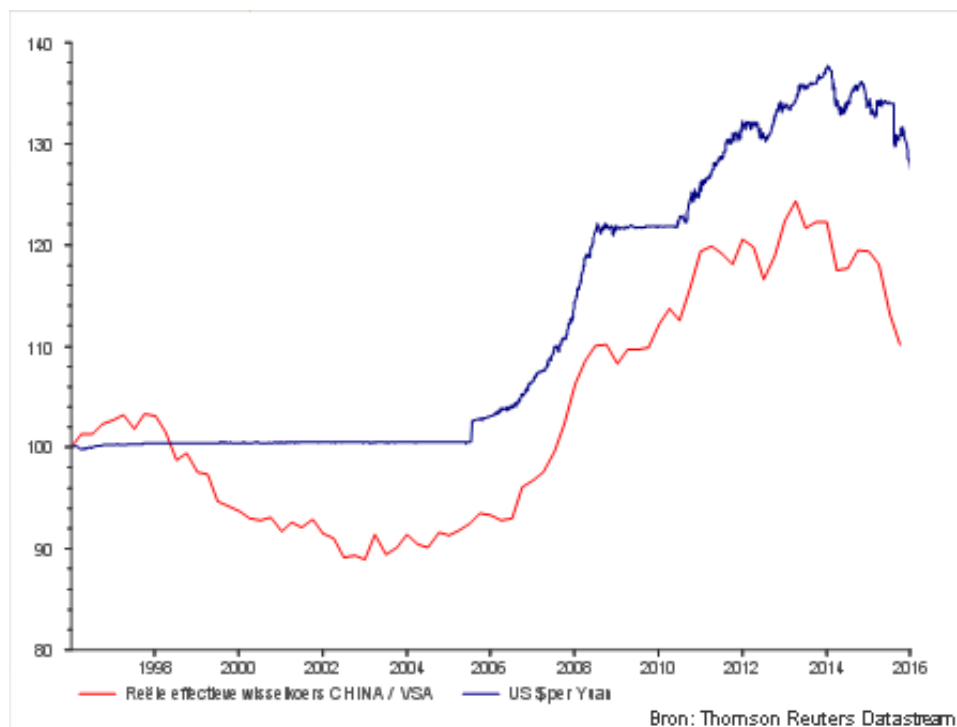
Deze beperkte beweging (van 48,6 naar 48,2) volstaat zeker niet als verklaring voor dergelijke diepe en algemene terugval van de wereldbeurzen. Het recente Caixin-cijfer was op zich weliswaar te zwak om nog veel hoop te koesteren op een snel herstel van de industriële economie maar was vooral *niet slecht genoeg* om er zeker van te mogen zijn dat de Chinese overheid verdere rentedalingen zou forceren.

Zonder onmiddellijk uitzicht op ofwel een opwaartse beweging van de conjunctuurgolf ofwel een reddingsboei via monetaire stimuli, dreig je dan als belegger ergens *'between the devil and the deep blue sea'* te verzeilen en dan blijf je liever aan de (veilige) kant wat toekijken. Hetgeen wij overigens al een tijdje aan het doen waren door grotendeels afzijdig te blijven in groeilanden, behoudens India (dat baat heeft bij dalende energie- en grondstoffenprijzen) en Chinese consumptie-gerelateerde aandelen, want dit laatste past wel in de plannen op lange termijn van de Chinese overheid.

Vervolgens begon de focus van de financiële markten zich te verleggen naar een ander merkwaardig fenomeen: na de toelating van de Chinese munt tot de selecte club van Reservemuntten, begon de sluipende, haast onopgemerkte daling van de Yuan-koers de afgelopen dagen immers plots te versnellen.

Die beweging op zich mag ons niet verbazen: de Chinese *reële effectieve wisselkoers* is sinds 2006 in bijzonder mate beginnen te ontaarden ten opzichte van haar Amerikaanse concurrent (en afzetmarkt). Deze ongunstige trend is ingezet nadat de koers van Yuan substantieel was verstevigd ten opzichte van de dollar (en dit na stevige Amerikaanse diplomatieke druk). Concreet betekent dit dat China haar duurdere *nominale* wisselkoers onvoldoende kon compenseren met productiviteitsgroei, hetgeen zich stelselmatig heeft vertaald in een verzwakte concurrentiële positie. Normaal wordt een dergelijke evolutie gecorrigeerd via de financiële markten met een depreciatie van de wisselkoers. Dit laatste vereiste echter een volledige flexibilisering van het Chinese wisselkoersmechanisme, hetgeen momenteel is ingesteld onder begeleiding van het IMF.

Reële (rood) en nominale (blauw) wisselkoers van US \$ ten opzichte van de Yuan



Hierdoor kan de concurrentiepositie van China op termijn herstellen maar dit levert tegelijk een dubbel probleem op: betekent dit enerzijds dat er geen verdere dalingen van de beleidsrente meer mag worden verwacht? Durft de Chinese Overheid het aan om zowel haar rente als haar munt verder te laten wegglijden met de quasi certitude dat hierdoor de inflatie zal worden aangewakkerd? Anderzijds zal China terug bijzonder competitief worden en hierdoor exportmogelijkheden ontnemen aan Amerikaanse en Duitse bedrijven.

De frenetieke reacties op de lokale Chinese beurzen kunnen vandaar worden gekaderd in hun relatieve onvolwassenheid in combinatie met de vrees voor het uitblijven van verdere monetaire stimuli. De negatieve uitschieters op de Europese en Amerikaanse markten vertalen vooral de vrees voor een verdere verzwakking van de Chinese groei en verminderde uitvoermogelijkheden bij een verdere verzwakking van de Yuan-wisselkoers. Dit zijn telkens terechte aandachtspunten die echter dergelijke scherpe koersreacties niet rechtvaardigen. De financiële markten zullen zich immers geleidelijk aanpassen aan deze nieuwe constellatie en na verloop van tijd terug een opwaarts pad inslaan, onder invloed van de extreem lage rentetarieven en olieprijsen. Een schommelend pad, weliswaar want ook de verdere ontwikkeling van de Amerikaanse en Europese conjunctuur vormt meer dan één (oplosbaar) vraagstuk.

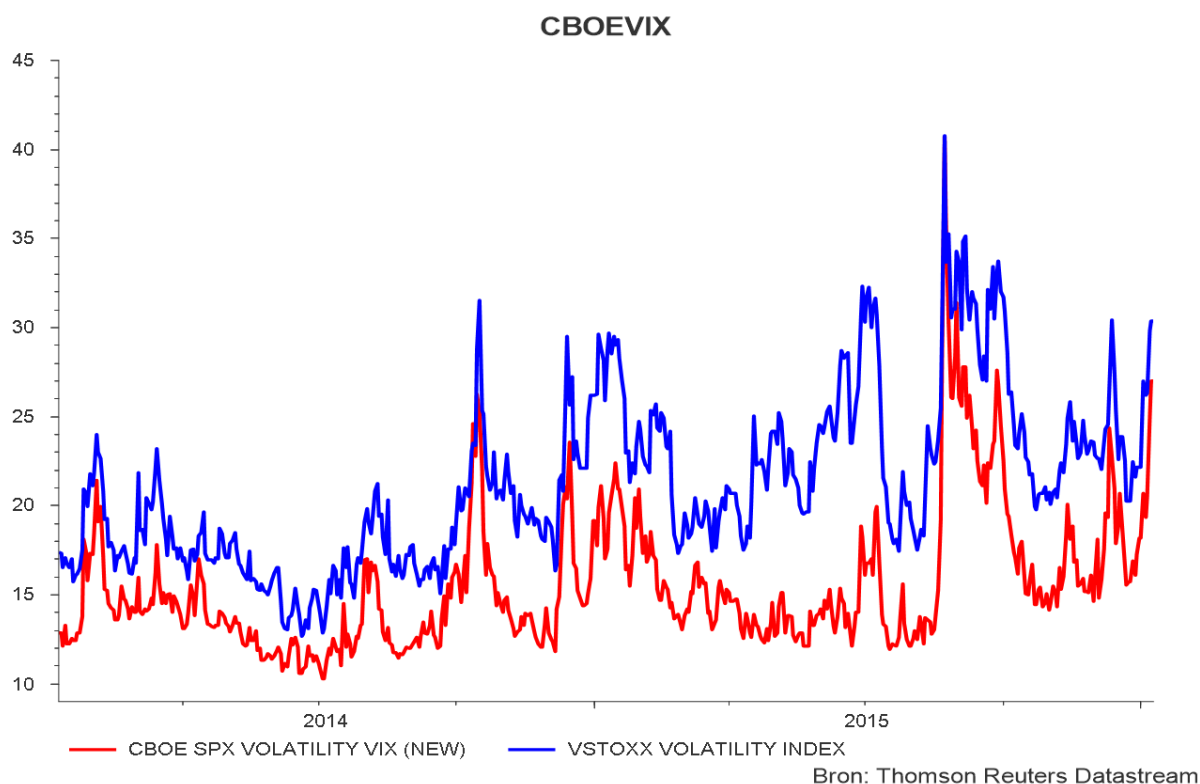
2. Rentever schillen:

De rentever schillen tussen overheids- en bedrijfsobligaties nemen in het algemeen toe en kunnen kortelings misschien interessante opportuniteiten bieden.

In het spectrum van de overheidsobligaties blijft het rentever schil tussen Duitsland en de PIIGS landen vrij stabiel.

3. Risico indicatoren :

De volatiliteit als maatstaf voor systematisch of marktrisico is wederom fors toegenomen na de toegenomen geopolitieke spanningen tussen Saudi Arabië en Iran. Ook de onzekerheid omtrent de Chinese groei en de forse aandelencorrecties wogen op het marktrisico. De VIX noteert boven zijn historisch gemiddelde.



De skewness-index daarentegen wijst nog steeds op verhoogde marktnervositeit.

De liquiditeitsindicator als maatstaf voor systemisch risico blijft niettemin zeer laag: het Europese financiële systeem is stabiel en beter bestand tegen systemische risico's.

Strategische allocatie

In onze **aandelenposities** onderwegen we Amerikaanse aandelen ten voordele van Europa. Niettemin blijven bepaalde sectoren in de V.S. uitermate aantrekkelijk: de biotechnologie sector kent een verbazende winstgroei die nog onvoldoende in de koersen terug te vinden is. Dit geldt eveneens voor bepaalde bedrijven uit de technologie- en dienstensector. Daarnaast blijven we een klein accent leggen in India en China. Beide landen profiteren van de lagere olie- en grondstoffenprijzen. In China specifiek genieten de op consumptie gerichte aandelen onze voorkeur.

De **obligatieposities** bleven ongewijzigd. Ze behouden gemiddeld genomen een lage duratie. De Amerikaanse verhoging van de korte termijn rente leidde tot een lichte daling van de langetermijnrente. De posities in 'Emerging Bonds' werden licht afgebouwd ten voordele van Europese obligaties.

Transacties, december

