



1. Rente en conjunctuur :

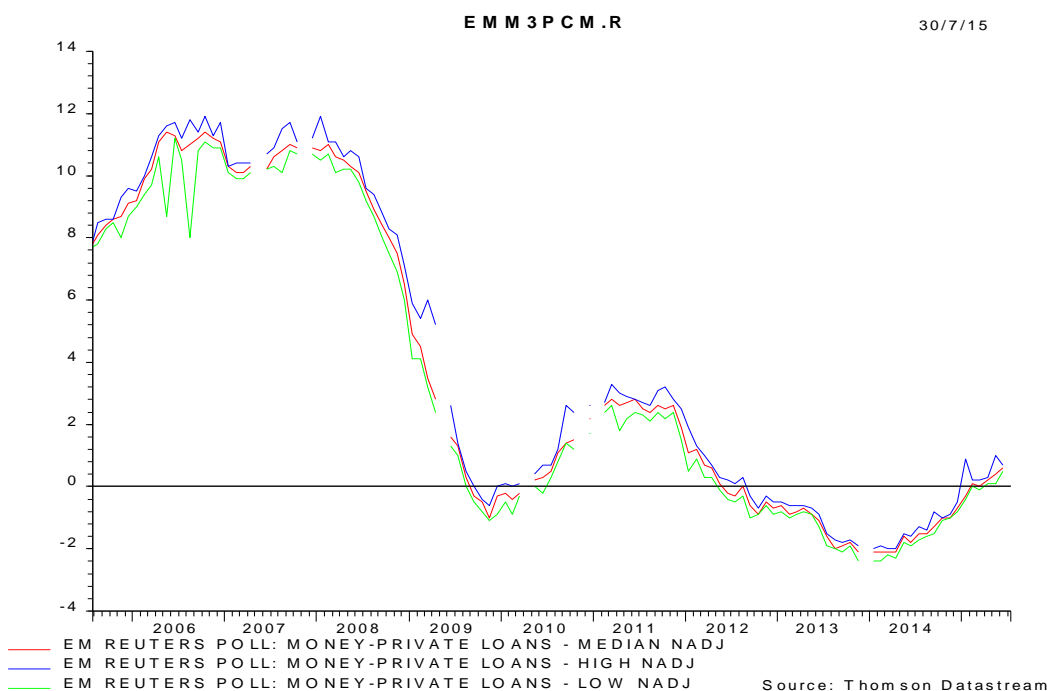
Europa

Griekenland heeft een akkoord kunnen bereiken met zijn schuldeisers waardoor de rentevoeten in Europa terug lagere regionen konden opzoeken. Wij benadrukten reeds eerder, in onze vorige analyses, dat wij niet geloofden in een 'Grexit' en derhalve onze strategische asset allocatie behielden.

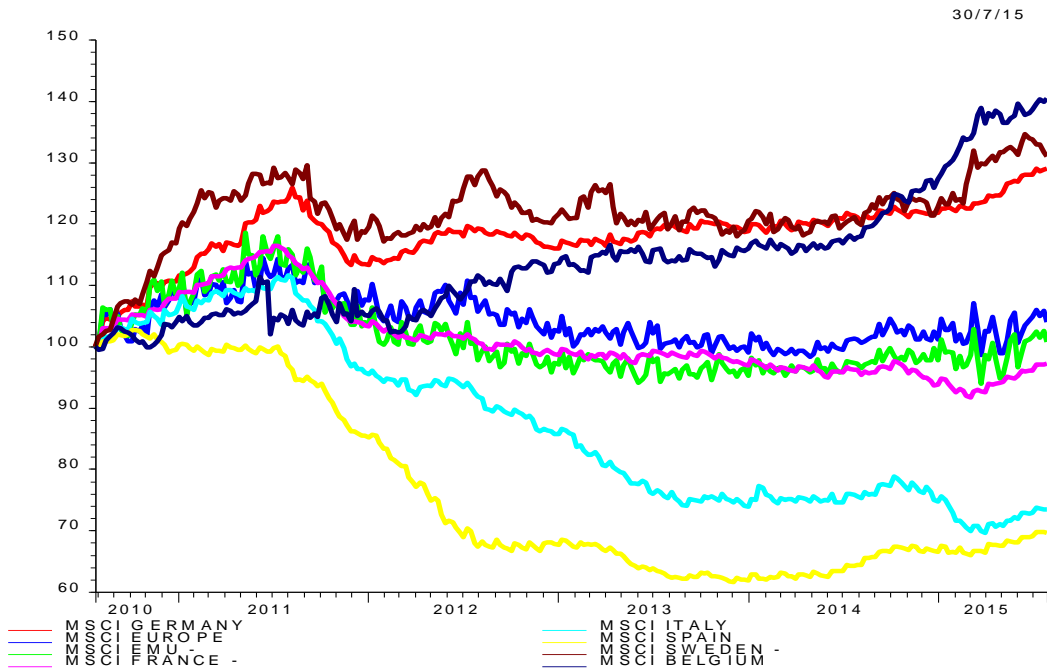
Nu de Griekse kwestie (tijdelijk?) van de baan is, kan de focus terug verschuiven naar de economische fundamentals. Daarbij is de verdere evolutie van de rentevoeten, vooral dan in de V.S., en de evolutie van de bedrijfswinsten cruciaal. Op de forse Chinese aandelencorrectie komen we verder terug.

De Europese rentevoeten daalden na het Griekse akkoord ongeveer 30 bp waarbij de perifere landen (PIIGS) bijkomend genoten van een spreadvernauwing. De posities in obligaties van Ierland, Spanje en Italië werden bijkomend opgevoerd. De Europese langetermijnrentevoeten kunnen de volgende maanden verder ontspannen: de ECB behoudt een soepel monetair beleid en bijkomend de 'Quantitative Easing' maatregelen om obligaties op te kopen. Daarnaast is de inflatie zeer laag en dragen de lage olie- en grondstoffenprijzen daar bijkomend toe bij. Het nucleaire akkoord met Iran zal naar verwachting nog meer olie op een al verzadigde wereldmarkt brengen en de olieprijs verder onderdrukken. Een lage energieprijs draagt bij tot een hogere koopkracht, lagere kosten en minder loonindexering. Enkel een onverwacht sterke Amerikaanse rentestijging zou het plaatje van lage Europese rentevoeten kunnen verstoren.

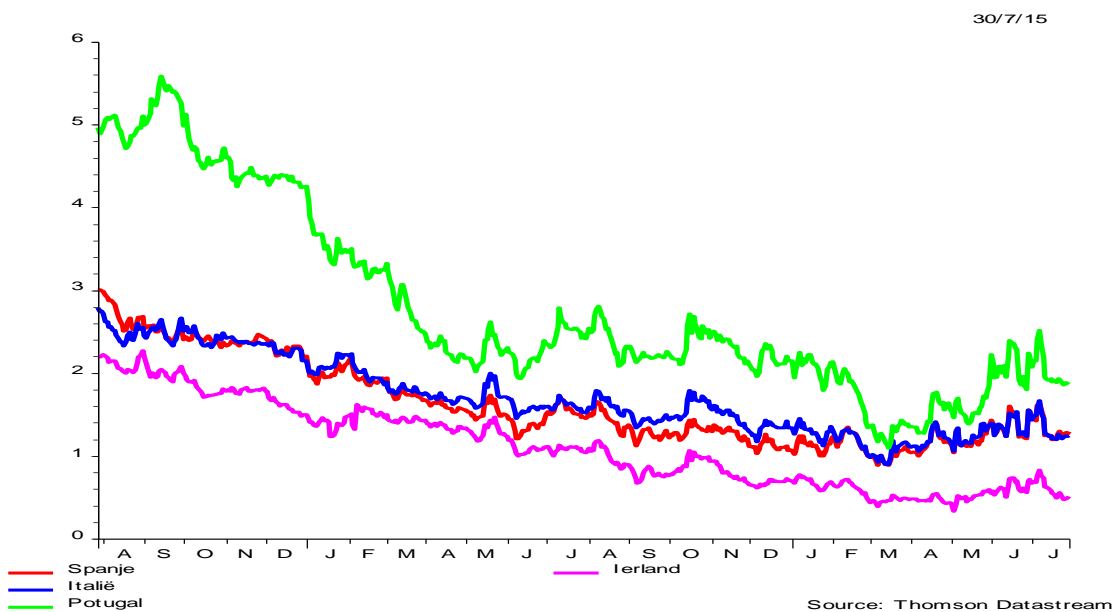
De Europese economie herstelt langzaam verder. **De trend is duidelijk gekeerd: de kredietverstrekking in Europa neemt toe. Dit is positief voor de economische groei in de tweede jaarhelft.**



Ook de sterke dollar draagt bij tot een expanderende Europese export. De verwachte Amerikaanse renteverhoging zal het renteververschil wellicht verder verhogen waardoor de dollar nog verder kan appreciëren. Na een lange periode van stabilisatie zien we duidelijk een positieve trend : Duitsland, rood, Spanje, geel, en Italië, lichtblauw, presteren sterk.



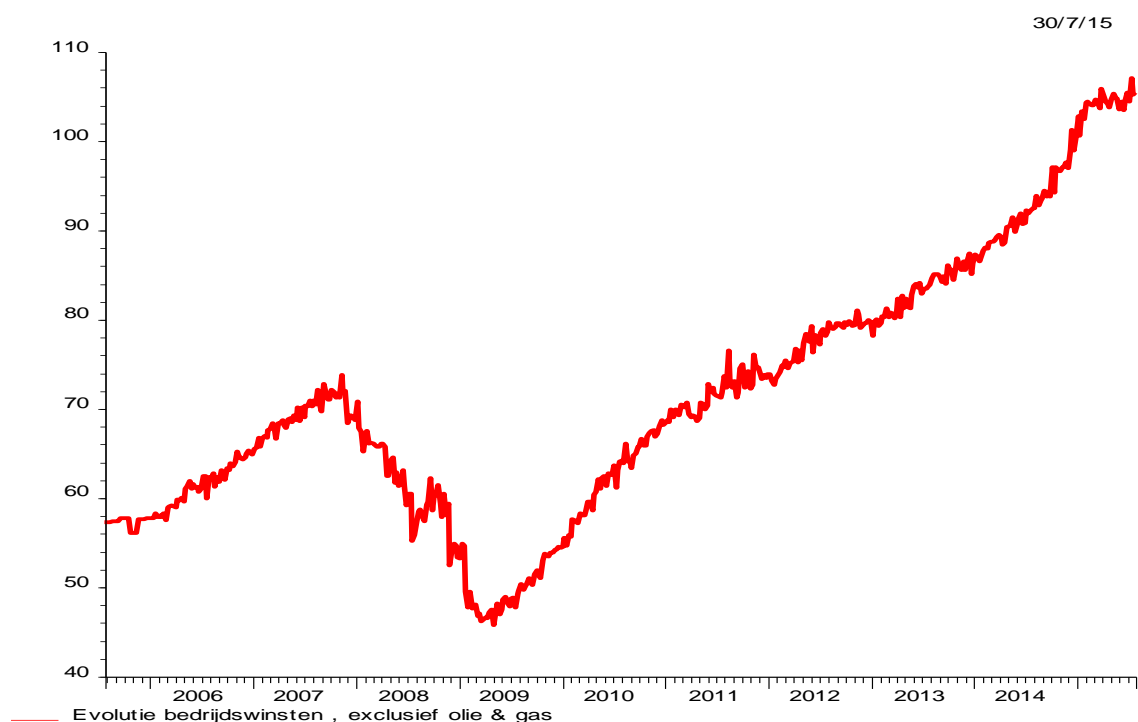
De renteververschillen met de PIIGS landen zijn afgenomen na het Griekse schuldenakkoord. Deze obligaties werden derhalve verder opgevoerd om te profiteren van de spreadvernaauwing.



De blijvend lage Europese rentetarieven, het groeiend consumenten- en bedrijfsvertrouwen, de hogere kredietverstrekking en de groeiende bedrijfswinsten maken van Europa onze voorkeur regio voor aandelen- en obligatiebeleggingen.

V.S.

De V.S. genieten al enkele jaren van een sterke economische groei : de bedrijfswinsten hebben een indrukwekkend parcours afgelegd sinds 2009. Recent kan zelfs een versnelling waargenomen worden.



Source: Thomson Datastream

Het is zelfs de langste periode van economische groei zonder een renteverhoging door de Amerikaanse centrale bank (FED). Dit is op zich niet verwonderlijk want, in tegenstelling tot vorige cycli, is de Amerikaanse inflatie onder controle: de lage grondstof- en olieprijsen, de hoge dollar maar ook het uitblijven van enige looninflatie weerhielden een ingrijpen in de rentetarieven. De FED voelt zich dan ook onwennig in deze uitzonderlijke situatie en is intern verdeeld: enerzijds vraagt de langdurige en sterke economische groei om een interventie maar anderzijds kan de werkloosheid nog een stuk lager en vormt de huidige inflatie geen enkel gevaar. De FED-Gouverneur bereidt dan ook heel behoedzaam een kleine (symbolische) renteverhoging voor, wellicht in het najaar. Daarnaast geeft ze duidelijk aan dat het tempo en de grootte van de rentestijgingen zeer moderaat zal zijn en in functie van de verdere evolutie van economie, werkgelegenheid, looninflatie en algemene inflatie. Bovendien zijn er volgend jaar presidentsverkiezingen en willen de Democraten uitpakken met sterke economische cijfers. Een scenario met herhaaldelijke sterke rentestijgingen lijkt momenteel zeer onwaarschijnlijk. Derhalve zal de verwachte een renteverhoging wellicht een beperkt effect hebben op de financiële markten. Bovendien kan men

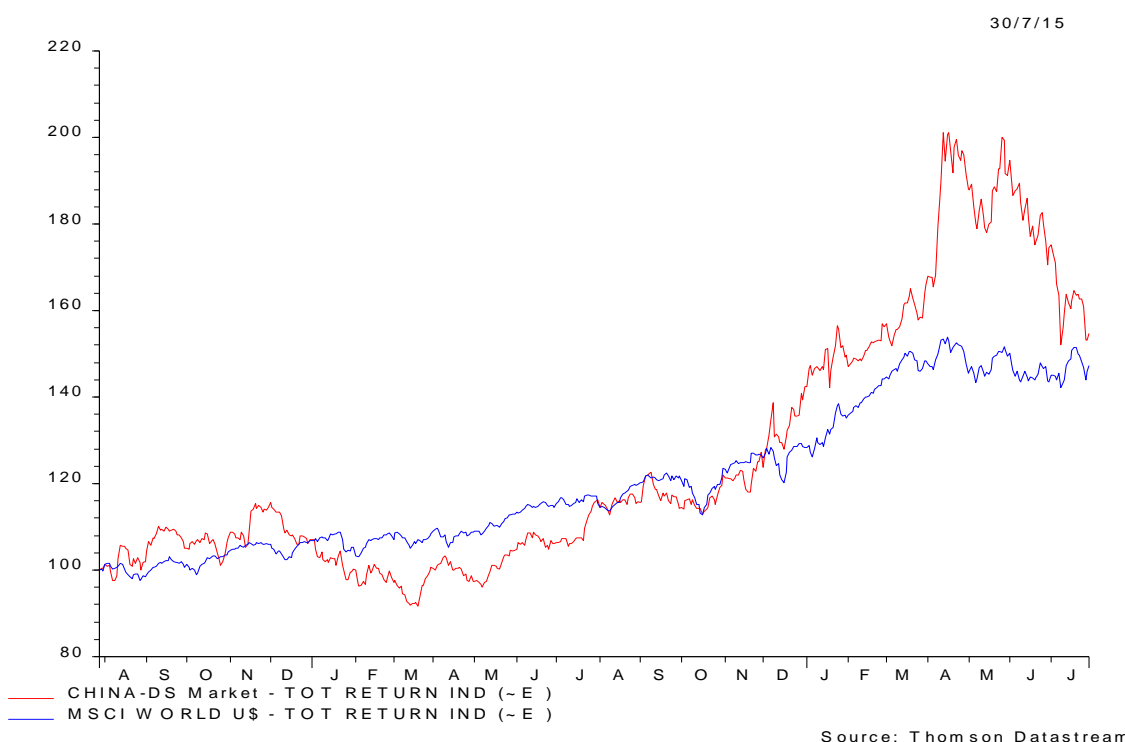
statistisch vaststellen dat in het verleden de aandelenmarkten het eerste kwartaal na een renteverhoging licht lager noteerden maar meestal hoger na 12 maanden.

Gegeven de groei van de Amerikaanse bedrijfswinsten (excl. olie & gas), de verwachte lichte rentestijging, de sterke groei van de bouwsector en de lage inflatie blijft de Amerikaanse aandelenmarkt aantrekkelijk. Daarbij ligt de focus vooral op domestieke bedrijven (Russel 2000), technologie en biotechnologie.

China

De Chinese domestieke aandelenmarkten (CSI 300-index) kende een verdrievoudiging in koerswinst sinds begin 2014. Redenen hiervoor waren de stimulerende maatregelen van de overheid waarbij meermaals de beleidsrente werd verlaagd als tevens de reserveverplichtingen van de Chinese banken. Daardoor nam de kredietverstrekking fors toe. Tevens stelt China zijn aandelenmarkten meer en meer open voor buitenlandse investeerders.

De explosieve koersstijging begin 2015 was echter irrationeel. Daarop volgde een zware correctie van 30% waardoor de actuele koers/winstverhoudingen tot een meer verantwoord niveau zijn gedaald en ze zich situeren op een vergelijkbaar internationaal niveau maw meer in lijn liggen met de wereldindex.



Niet te negeren is het feit dat, ondanks de forse correctie, de CSI 300-index op een mooi winstniveau blijft sedert vorig jaar. De impact op het consumentenvertrouwen en de algemene economie dient bijgevolg niet overdreven te worden.

Door de relatief zwakke ontwikkeling van de Chinese PMI-index (aankoopdirecteuren) waarbij vooral de component nieuwe orders teleurstelde, is de kans groot dat de Chinese autoriteiten bijkomende stimulerende maatregelen zullen nemen.

Derhalve behouden we een kleine weging in Zuid Oost Azië en China.

2. Rentever verschillen :

De 'corporate spreads' over lange looptijden (5 tot 7 jaar) namen recent weliswaar sterk toe maar we verkiezen voorlopig nog steeds bedrijfsobligaties met korte looptijden.

De 'Emerging Bonds' of obligaties van groei landen worden voorlopig niet verder afgebouwd. Wanneer de FED aangeeft de rente te gaan verhogen, zullen we evenwel de exposure verminderen aangezien de munten van de Groeilanden wellicht onder druk komen door de repatriëring van dollars naar de V.S. na de hogere US rente.

De rentever verschillen tussen de Duitse 10-jaars rente en die van de perifere 'PIIGS-landen' daalden door het Griekse akkoord. De posities werden licht opgetrokken.

3. Risico indicatoren :

De volatiliteit (VIX) als maatstaf voor systematisch of marktrisico is sterk afgenomen na de Griekse crisis en noteert momenteel stabiel onder zijn historisch gemiddelde.

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