



## Macro-economische ontwikkelingen

### Algemeen

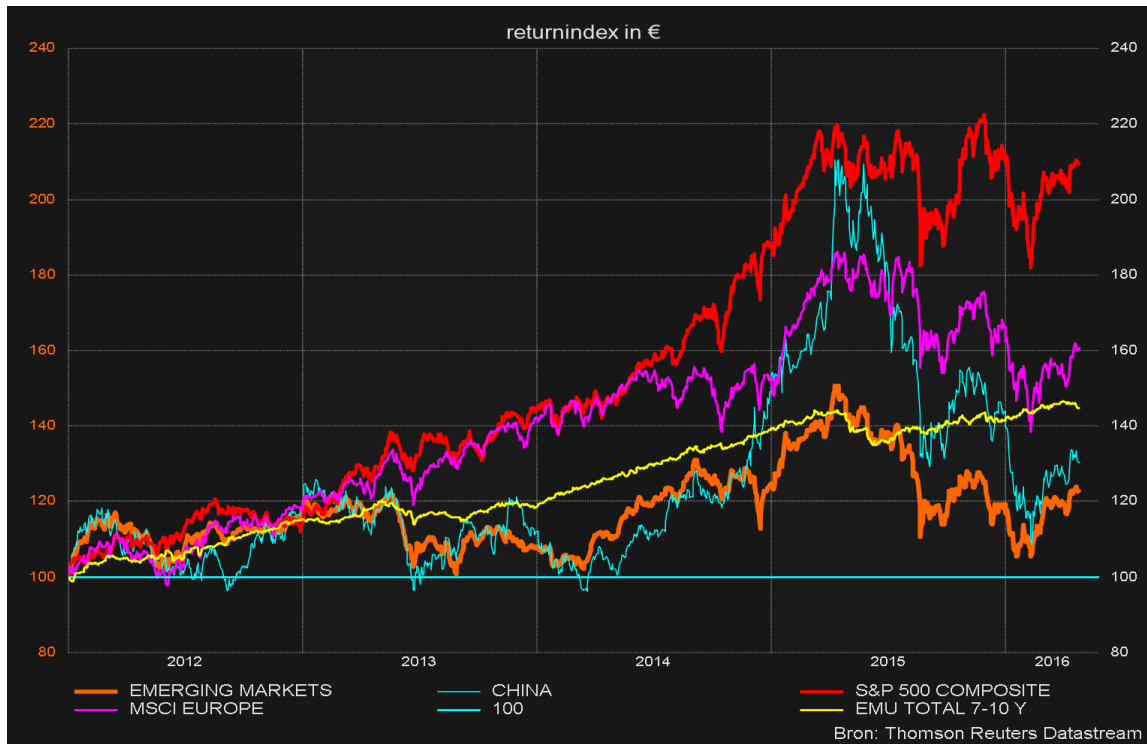
In het kort:

- Macro-economisch zitten we in een omgeving waarbij de kans op een recessie zeer klein is, maar waarbij we evenmin een sterkere groei moeten verwachten in de nabije toekomst. We zitten in een relatief stabiele situatie van lage groei zowel voor de VS als voor Europa en Japan.
- Toenemende politieke risico's (de Griekse schuldencrisis, het "Brexit" verhaal, en de Amerikaanse presidentsverkiezingen) maken ons echter voorzichtiger wat betreft aandelen. Daarom verlagen we het gewicht ervan in onze asset allocatie van ++ naar +
- De opkomende landen zijn nog steeds goedkoop, en zijn een van de weinige financiële markten met flink opwaarts potentieel. We blijven dan ook positief op deze markten.
- Voorts blijft de focus op de EU en Japan vanwege de soepele monetaire politiek.

### Evolutie van de voornaamste wereldbeurzen

De verbeterende conjunctuurindicatoren in de V.S. en de veelal beter dan verwachte ondernemingswinsten hebben de Amerikaanse aandelenmarkten geen windeieren gelegd. De andere belangrijke aandelenmarkten werden (gedeeltelijk) op sleeptouw genomen. Een verdere verbetering van de globale ondernemingswinsten is van cruciaal belang voor een fundamenteel verder herstel van de wereldbeurzen.

Grafiek 1: Evolutie van de voornaamste wereldbeurzen (returnindex in €)



## V.S.

De kleinhandelsverkoop stegen onverwacht sterk in de VS wat op zich weliswaar een bevestiging voor de versteviging van de Amerikaanse economie is maar anderzijds neemt daardoor de vrees toe voor sneller dan verwachte stijgingen van de beleidsrente, olopende LT rentetarieven, hogere inflatie en verdere loonstijgingen.

De aandelenmarkten kenden na de bekendmaking van bovenvermelde 'retail sales'-cijfers een (zoveelste) dip, de rente op LT overheidsobligaties en de dollarkoers stegen gevoelig en de impliciete kansen op een verhoging van de beleidsrente stegen aanzienlijk.

Grafiek 1: Rente op Amerikaanse overheidsobligaties op 10 jaar



Bron: Thomson Reuters Datastream

De wat hogere langetermijnrente is tot nu toe weinig indrukwekkend en lijkt eerder op een correctie op de te diepe terugval van de LT overheidsobligaties. Vermits ook het algemene inflatiecijfer lichtjes boven de verwachtingen is uitgekomen, is de reële LT rente in de VS nauwelijks toegenomen.

De economische indicatoren die we van zeer nabij opvolgen geven alleszins nog geen alarmsignalen over een onverwachte groeischeut van de Amerikaanse economie, maar de licht verhoogde inflatoire druk, zeker in combinatie met de toename van loonmassa, zijn koren op de molen van de *'hardliners'* bij de FED die er al geruime tijd op aandringen om geen verdere risico's te nemen en de potentiële inflatie nu al de pas af te snijden. Kwestie van niet dezelfde fout te maken als in 2004...

Tot nu toe wisten de *'doves'* bij de FED steeds de overhand te krijgen, behoudens een enkele keer in december 2015, maar toen vroegen de financiële markten zelf om deze verhoging van de KT rentetarieven ten einde in lijn te blijven met de economische groeiverwachtingen. (Wat nadien overigens nog te vroeg bleek te zijn.)

Net voor de publicatie van de kleinhandelsverkopen werden de kansen op een renteverhoging in juni slechts op 7,5% ingeschat. Na de publicatie werd dit verwachtingspatroon echter snel en in substantiële orde bijgestuurd tot een kans van 1/3 op de afkondiging van een renteverhoging na de vergadering van het FOMC van 15 juni e.k.

De kansen op een renteverhoging lopen overigens behoorlijk op naarmate de prognoses zich verder in de tijd situeren. In juli wordt dit reeds op meer dan 55% ingeschat- en dat lijkt bijna een certitude in te houden. Deze kansen worden immers afgeleid uit de futures op rente-instrumenten. Indien hieruit een kans blijkt die groter is dan 50%, dan zal de FED gewoonlijk de markt haar zin geven en de beleidsrente 0,25% doen toenemen. Volledig binnen het scenario dat Yellen in december 2015 nog vooropstelde.

De volgende ISM indicatoren over de industrie (op 1 juni) en dienstensectoren in de VS zullen meer uitsluitel kunnen brengen over de wenselijkheidgraad van een dergelijke renteverhoging maar vooral de werkloosheidscijfers van vrijdag 3 juni zullen het beslissende statistische materiaal bevatten waarop de FED zich zal beroepen om haar beslissing te onderbouwen. Meest bepalend element hierbij zal de ontwikkeling zijn van de salarissen en de gemiddelde werkweek.

Een verdere versnelling van de loonmassa zal de Amerikaanse Centrale Bank vervroegd verplichten tot een ingreep. Op zich zorgt dat hooguit voor enkele rimpelingen op de aandelenmarkten maar de FED moet dan wel erg zeker zijn van de kracht van het economisch groeiherstel.

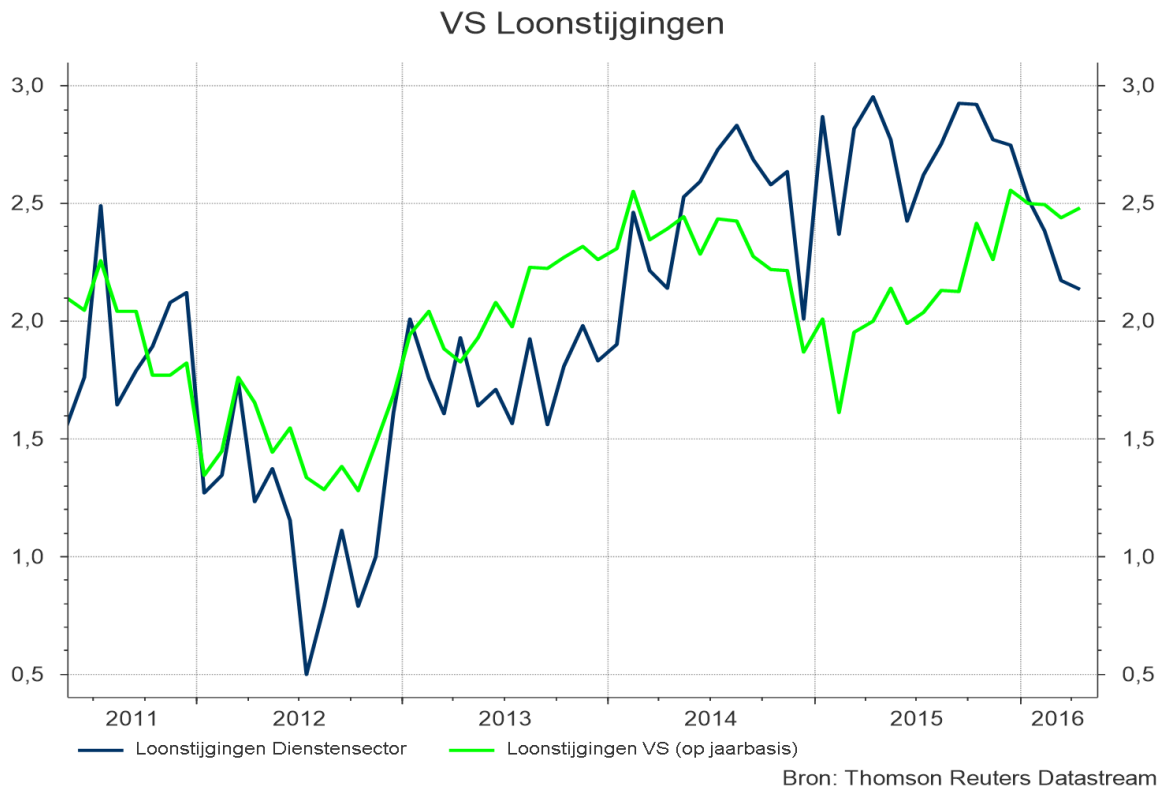
De rentestijging van december 2015 werd reeds in januari 2016 geconfronteerd met enerzijds een onverwacht diepe terugval in zowel de diensten- als industriële sectoren (waaruit bleek dat de economie onnodig afgekoeld werd) en anderzijds een problematische stijging van de salarissen (waardoor de rente nog verder moest worden).

Deze contradictie werd eerst nog genadeloos afgestraft op de beurzen maar herstelde zich geleidelijk wanneer bleek dat de loonmassa slechts tegen een gematigd tempo steeg en uit de ISM-indicatoren bleek dat Amerikaanse economie een hoger groeipad had opgezocht.

In vergelijkbare omstandigheden in het verleden stegen echter ook de bedrijfsresultaten waardoor vrij snel een evenwicht kon gevonden worden. De winstmarges van de meeste bedrijven staan echter onder druk door de zwakke wereldconjunctuur zodat deze factor ons deze keer niet ter hulp kan snellen. Vandaar de

aanhoudende kwakkelgang op de beurzen die ons traag en zeer geleidelijk naar hogere niveaus zal tillen, behoudens een vergissing van de Federal Reserve. Hierbij bestaat vooral het risico dat de FED-Voorzitter te snel zou toegeven aan de 'haviken', zonder dat hiervoor voldoende economisch momentum zou bestaan. We geven zeer uitdrukkelijk de voorkeur aan de 'dovish' view.

Grafiek 2: Stijging van de lonen in de VS (diensten en algemeen)



Toch één lichtpunt: Door de verhoging van de Amerikaanse rente, relatief ten opzichte van de Europese (en vooral Duitse) rentetarieven op LT overheidsobligaties, is aan de terugval van de US dollarkoers ten opzichte van de euro een einde gekomen en is de 'greenback' zelfs wat in waarde kunnen stijgen waardoor de exportpositie van een aantal Europese bedrijven enigszins is verbeterd.

## Europa

### **Brexit**

De Europese beurzen worden nog steeds vooral op- en neer gedreven door het wel en wee van de Amerikaanse beurzen en het economische nieuws op het thuisfront. Dit is verwonderlijk. We zouden immers kunnen verwachten dat de gemoedsgesteldenis van de Europese beleggers vooral in functie zouden staan van de resultaten van de peilingen over het Brexit-referendum.

Maar dat blijkt momenteel niet het geval: ofwel gaat men ervan uit dat de impact van een Brexit beperkt zal blijven, maar dat lijkt weinig realistisch, ofwel gaat men ervan uit dat de Britse terugtrekking uit de Eurozone zal afgewezen worden tijdens het referendum of dat – zelfs bij een overwinning van het exit-kamp – de stemmingen zodanig kort bij elkaar zullen liggen dat de effectieve realisatie van een Brexit niet wenselijk is.

De resultaten van de peilingen zijn weinig betrouwbaar. Vandaar dat we ons beroepen op de (druk gesolliciteerde) statistieken die de gokbureaus dagelijks produceren. Het “Stay” –kamp weet nog steeds het meeste gokkers te verleiden met 59,29% van de ingezette bedragen.

De Brexit Poll tracker van Bloomberg noemt de situatie op basis van de peilingen nog steeds “too close to call” met 42,6% voor het “leave” kamp maar met nog steeds 12,4% onbesliste kiezers. Op basis van een dergelijke uitslag gaat Bloomberg uit van kans van 24% op een effectieve Brexit.

### **Griekenland**

De kans is groot dat we terug aan de vooravond staan van een zomerfestival waarbij Griekenland en diens schuldsituatie het nieuwspodium zullen beheersen. Het IMF kaart aan dat er een absolute noodzaak is om aan schuldvermindering te doen. De situatie voor Griekenland is echter vrij uitzichtloos omdat er geen economische groei is, en men geen oplossing heeft om hier snel verandering in te brengen. De groeiverwachtingen zijn hopeloos. De Griekse saga is gelukkig geen groot drama voor de Europese economie.....

### **Duitsland**

Positief binnen Europa is dat het Duitse BBP groeicijfer dat voor het eerste kwartaal op 0.7% uitkwam, goed was en iets boven de verwachting lag. Voor het laatste kwartaal van 2015 lag de groei nog op 0.3%. Voor het 2<sup>de</sup> kwartaal wordt verwacht dat de binnenlandse vraag zal verzwakken maar dat de export licht zal verbeteren. Alles samen wordt verwacht dat de groei op kwartaalbasis zal terugvallen tot 0.2-0.3%.

Dit toont aan dat we in een gematigd groeiscenario zitten. De kans op negatieve groeicijfers is echter klein.

### **Japan**

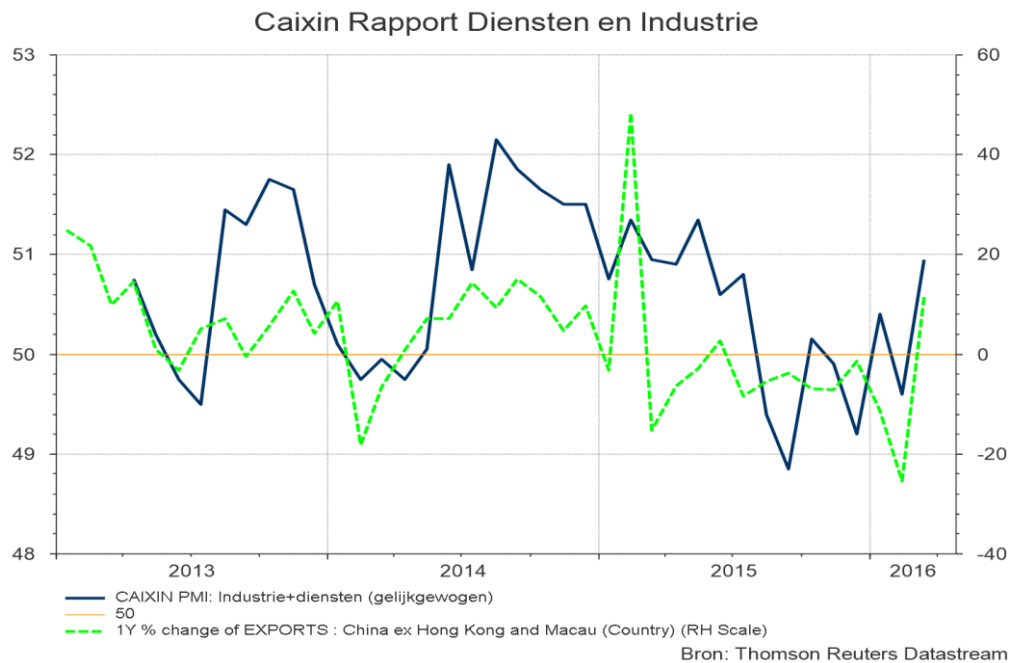
De index van de leading indicators is verder gedaald tot 98.4, en er zijn weinig triggers die hierin verandering zouden kunnen brengen. Verwacht wordt evenwel nog steeds dat de Japanse centrale bank (BOJ) later op het jaar zal interveniëren op de markten.

### **China**

Ook de Chinese aandelenmarkten zijn stevig hersteld na de klappen eerder dit jaar: de opeenvolgende rentedalingen, de drastische verlagingen van de reserveverplichtingen van de lokale banken en de dalingen van de yuankoers ten opzichte van de euro en de US dollar beginnen stilaan hun uitwerking te krijgen. De algemene ontwikkeling van de verwachte bedrijfsresultaten laat echter nog te wensen over, zodat we ons nog steeds beperken tot consumptie gerelateerde aandelen, hetgeen in overeenstemming was met het vooropgestelde beleid van de Chinese overheid. Deze laatste had daarenboven alles in het werk gesteld om haar economie voldoende op peil te houden maar moet tegelijkertijd haar industriële structuur fundamenteel omvormen. China moet immers weg van de massaproductie tegen lage loonkosten en meer in de richting evolueren van hoogkwalitatieve producten met substantiële toegevoegde waarde, diensten en lokale consumptie. Hierdoor wordt de Chinese economische structuur meer in lijn gebracht met de demografische implosie van haar arbeidsbevolking en wordt de economie ook minder schokgevoelig. De evolutie van de Chinese conjunctuur trachten we af te leiden uit het maandelijkse Caixin-Rapport. Dit

rapport bevat ook de evolutie bij K.M.O.'s en is betrouwbaarder dan de officiële cijfers van de overheid. Wanneer we de (relatieve zwakke) vooruitzichten van de industriële sectoren optellen met de (relatief sterkere) dienstensectoren, dan bekomen we een – weliswaar zigzaggend – herstel van het opwaartse groeipad.

Grafiek 4: Caixin conjunctuurrapport in China (blauw: industrie en diensten, groen: evolutie export)



## **Besluit**

Macro-economisch besluiten we dat we in een omgeving zitten waarbij de kans op een recessie zeer klein is, maar waarbij we evenmin een sterkere groei moeten verwachten. We zitten in een relatief stabiele situatie van lage groei.

## Markten

### **Aandelen**

Als we kijken naar de evolutie van de markten, zien we dat het momentum weggevallen is. De druk op de rendementen zal ons inziens blijven toenemen, tenzij er serieuze positieve economische verrassingen zouden komen, maar we zien niet waar deze vandaan zouden moeten komen.

De opkomende landen zijn nog steeds goedkoop, en zijn een van de weinige financiële markten met flink opwaarts potentieel. Het enige nadeel van deze markten is dat ze veel volatieler zijn.

### **Obligaties**

Wat obligaties betreft, blijven de rentevoeten op hun extreem lage niveau's. We blijven erbij dat overheidsobligaties niet 'the place to be' zijn. Wij vrezen dat de koersen van staats- en bedrijfsobligaties op

termijn maar in één richting kunnen gaan, met name naar beneden. Toekomstgericht lijkt beleggen in deze obligaties ons zeer risicovol.

De Europese en Amerikaanse high yield ( hoogrentende obligaties ) blijven ons inzien wel interessante beleggingsvooruitzichten bieden.

### Valuta:

De handelsgewogen index van de USD laat zien dat de munt afgelopen maanden relatief verzwakt is tegenover de Yen en Euro. Het renteverskil blijft echter, en zal wellicht nog toenemen indien de ECB en de BOJ hun rente verder zouden doen dalen. Positief is ook dat China dat veel USD heeft verkocht om de Yuan te ondersteunen, niet langer blijft verkopen of de verkopen minstens tot een veel lager niveau terugbrengt. Dit maakt dat we vrij positief zijn op de USD. De kans is groter dat de euro naar 1.05 gaat dan wel dat de USD verder daalt. Zowel verschillen in economische groei als in rentevoeten bieden ondersteuning voor de Amerikaanse Dollar.

### Grondstoffen:

Het ergste lijkt ons achter de rug, en we blijven in de perspectieven geloven die de grondstoffenmarkten en ook de opkomende markten kunnen bieden in 2016 en 2017. De vraag zal verder aantrekken, en de olieprijs zal zich tussen de 45 en de 55 USD/vat bewegen. De Saoedi's hebben aangekondigd hun olie - productie op huidige niveaus te handhaven om hun marktaandeel te verdedigen. Dit kunnen ze makkelijk doen gezien hun lage productiekostprijs. Verschillende oliemaatschappijen in de VS en Canada zijn echter al op de klippen gegaan ondertussen, wat bewijst dat de strategie werkt, en dat de maatschappijen met hogere productiekosten er verder tussenuit zullen gaan. Hierdoor zal de totale wereldwijde productie output dalen, wat de olieprijs ondersteunt.

## Geopolitieke ontwikkelingen

De markten zullen vooral geleid worden door de geopolitieke ontwikkelingen waarbij veel onzekerheid heerst: het "Brexit" referendum, en de Amerikaanse verkiezingen. De eerder besproken Griekse sage kan ook terug de kop op teken, maar is economisch van minder belang.

Wat het **Britse referendum** betreft over de al dan niet uittrede uit de Europese Unie, zijn de opiniepeilingen heel verdeeld en onzeker. +-41% stemt voor een "Brexit", en een even groot percentage stemt voor een "Bremain" (Brittain remains in EU), en +- 20% is nog onbeslist. De druk neemt toe op de Bank of England.

In de **VS** stijgt de politieke onzekerheid. Trump heeft met een onorthodoxe campagne en tegen de verwachtingen in een consistente steun weten op te bouwen die hem uiteindelijk de nominatie tot republikeins presidentskandidaat heeft opgeleverd.

Iedereen zegt nu dat hij niet zal winnen van Hilary Clinton, maar gezien de reeds geleverde prestatie is dit niet zeker en is er een reële kans dat hij het toch zou kunnen halen, net zoals hij onverwachts ook de



primaries heeft gewonnen. Het grootste “gevaar” bij Trump ligt oa bij het handels en economisch beleid waar hij zeer doorgedreven ideeën over heeft en die eerder nationalistisch-protectionistisch van aard zijn.

## Strategie – asset allocatie

Gezien vooral onze geopolitieke visie (toename van de politieke onzekerheid) worden we iets voorzichtiger en voeren we enkele wijzigingen door inzake asset allocatie.

### **Aandelen en liquiditeiten:**

We blijven positief op aandelen, maar worden voorzichtiger gezien de politieke onzekerheden. Daarom brengen we ons standpunt op aandelen van ++ naar +. In samenhang daarmee, verhogen we het belang voor liquiditeiten en gaan van - - naar -.

### **Obligaties:**

Onze visie op liquiditeiten, Staatsobligaties en investment grade bedrijfsobligaties blijft negatief vanwege de lage tot negatieve rente, en het gebrek aan vergoeding voor het risico. Europese en Amerikaanse High Yield zijn wel interessant en daar blijven we op dubbel positief. We zijn ook positief op EMD (emerging markets obligaties) zowel in hard als in local currency. In een portefeuille bieden de Hard Currency obligaties/ fondsen wel meer stabiliteit dan de local currency tegenhangers.

