



Macro & Markten

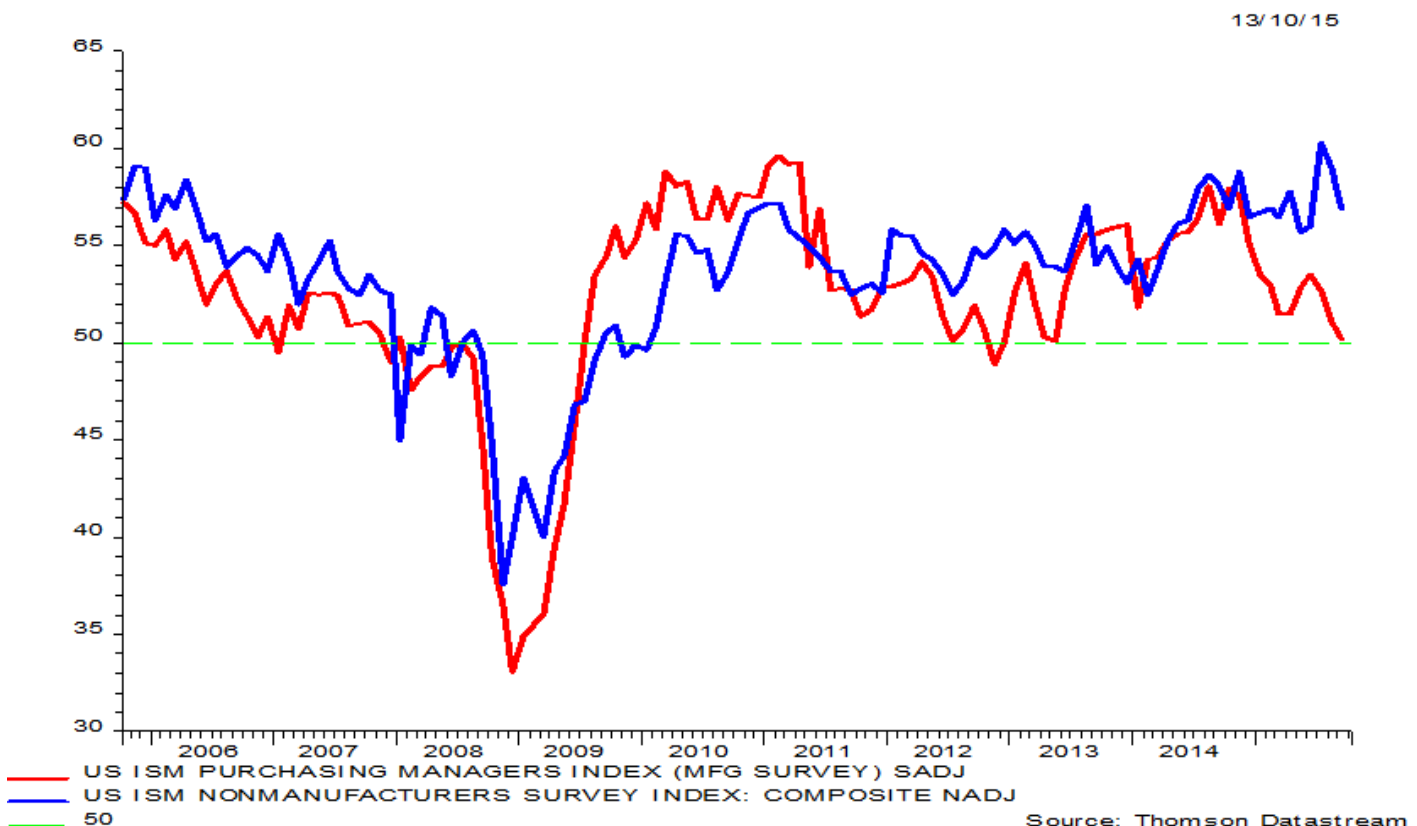
1. Rente en conjunctuur :

VS

Zoals al aangegeven in ons vorig bulletin heeft de Amerikaanse centrale bank FED de beleidsrente niet verhoogd. Maar goed ook, want naderhand werden enkele economische indicatoren gepubliceerd die op een matige groei wezen: de ISM-industrie index (index van aankoopdirecteuren) noteerde een cijfer nipt boven 50 punten wat er op wijst dat de volgende kwartalen eerder een stagnatie van de industriële ontwikkeling verwacht wordt. De sterk presterende dienstensector was vervolgens aan de beurt met weliswaar een groeicijfer maar toch een stuk lager dan voorheen. Het is in de dienstensector dat de meeste jobs worden gecreëerd terwijl in de industrie eerder jobs verloren gaan.

Evolutie Index aankoopdirecteuren V.S. (PMI)

De Amerikaanse economie lijkt wat af te koelen: de vooruitzichten voor de industrie (rood) zijn zwak door de sterke USD en dalende afzetmarkten (vooral Azië en Zuid Amerika). Nu lijkt ook de dienstensector (blauw) wat af te koelen van de zeer hoge niveaus.

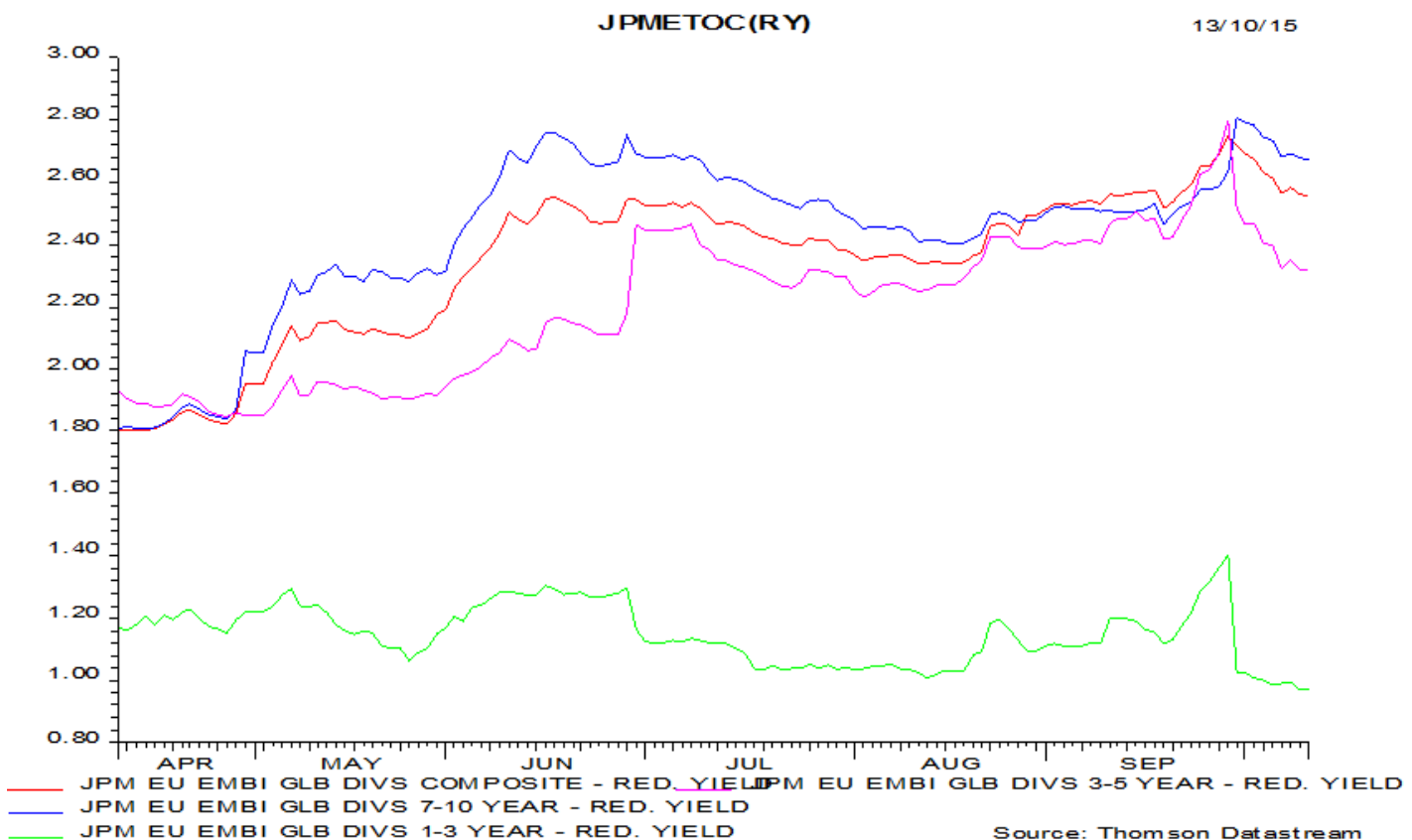


Tot slot waren de wekelijks werkloosheidsaanvragen hoger dan verwacht wat er dan toch op wijst dat de Amerikaanse economie (tijdelijk) op een iets lager pitje draait.

Een renteverhoging had in deze omstandigheden dan wellicht ook de industrie in een recessie geduwd omdat de dollar verder zou gestegen zijn. Daarenboven zouden ook de Emerging Markets het nog moeilijker gehad hebben omdat ze hun munten hadden moeten ondersteunen als antwoord op de hogere dollar waardoor hun economieën het bijkomend moeilijk kregen. De koersen van 'Emerging Bonds' zijn dan ook recent terug gestegen waardoor de rente daalde.

Rente Emerging Bonds (EMBI)

Door het uitblijven van de FED rentestijging vloeit terug geld naar de Emerging Bonds met als gevolg hogere koersen en lagere rente.



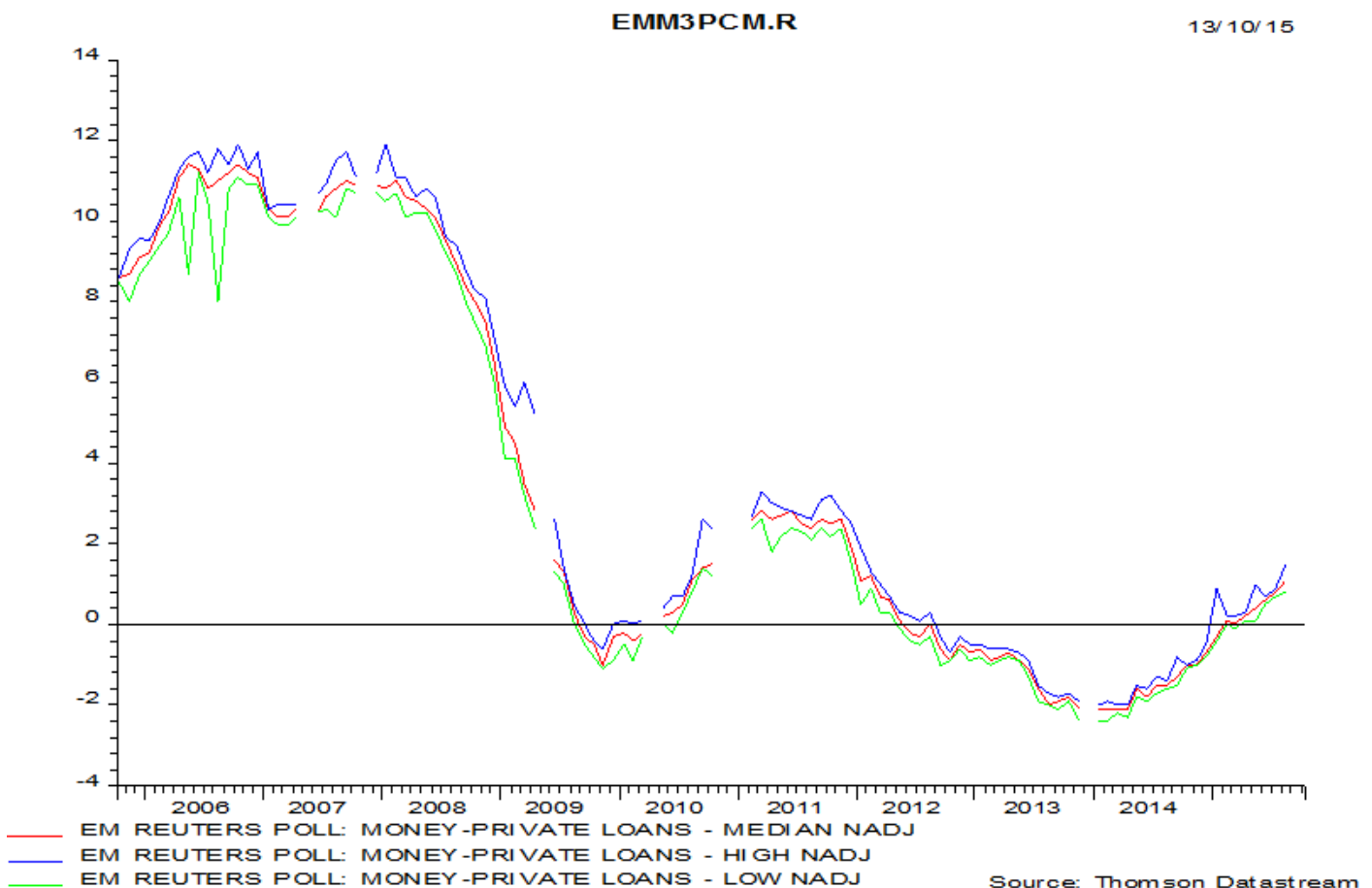
We blijven dan ook, tot nader bericht, bij onze stelling dat **de FED wellicht dit jaar de beleidsrente niet verhoogt omdat aan geen enkele voorwaarde daartoe voldaan is**. Met de Amerikaanse presidentsverkiezingen in aantocht in 2016 zal het eveneens politiek 'moeilijk' zijn voor de FED om in de verkiezingsstrijd de rente te verhogen. Dit zou immers als een politieke zet kunnen aanzien worden.

Als gevolg van voorgaande evoluties is de dollar wat verzwakt en nam de langtermijnrente af tot net boven 2%. Het was trouwens opvallend dat de FED de globale economische evolutie meenam in haar argumentatie om de rente ongemoeid te laten. Dit is nieuw maar niet onlogisch in de geglobaliseerde economie.

Europa

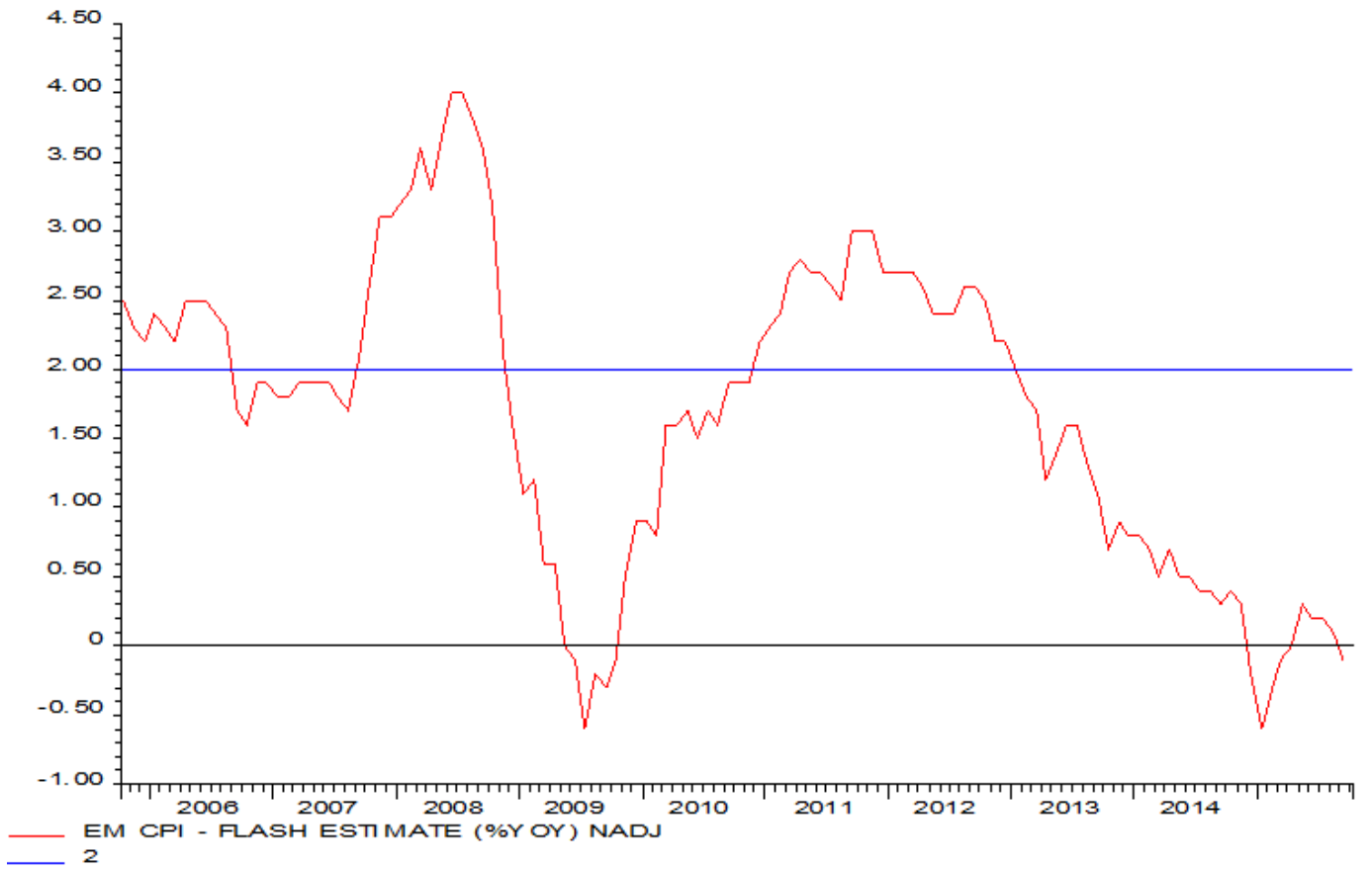
In Europa kan duidelijk een herstel in de kredietgroei waargenomen worden. Door de negatieve korte rente kan goedkoop gefinancierd worden door bedrijven en gezinnen. Dit moet de Europese economie verder kracht geven de volgende kwartalen.

De kredietverlening trekt duidelijk aan in Europa maar zit nog ver verwijderd van de niveaus van voor de financiële crisis.



De inflatie neemt opnieuw sterk af door de zwakke groei en lage olie- en grondstoffenprijzen. Daardoor neemt de kans toe dat de ECB nieuwe monetaire maatregelen zal treffen om deflatie te vermijden.

13/10/15



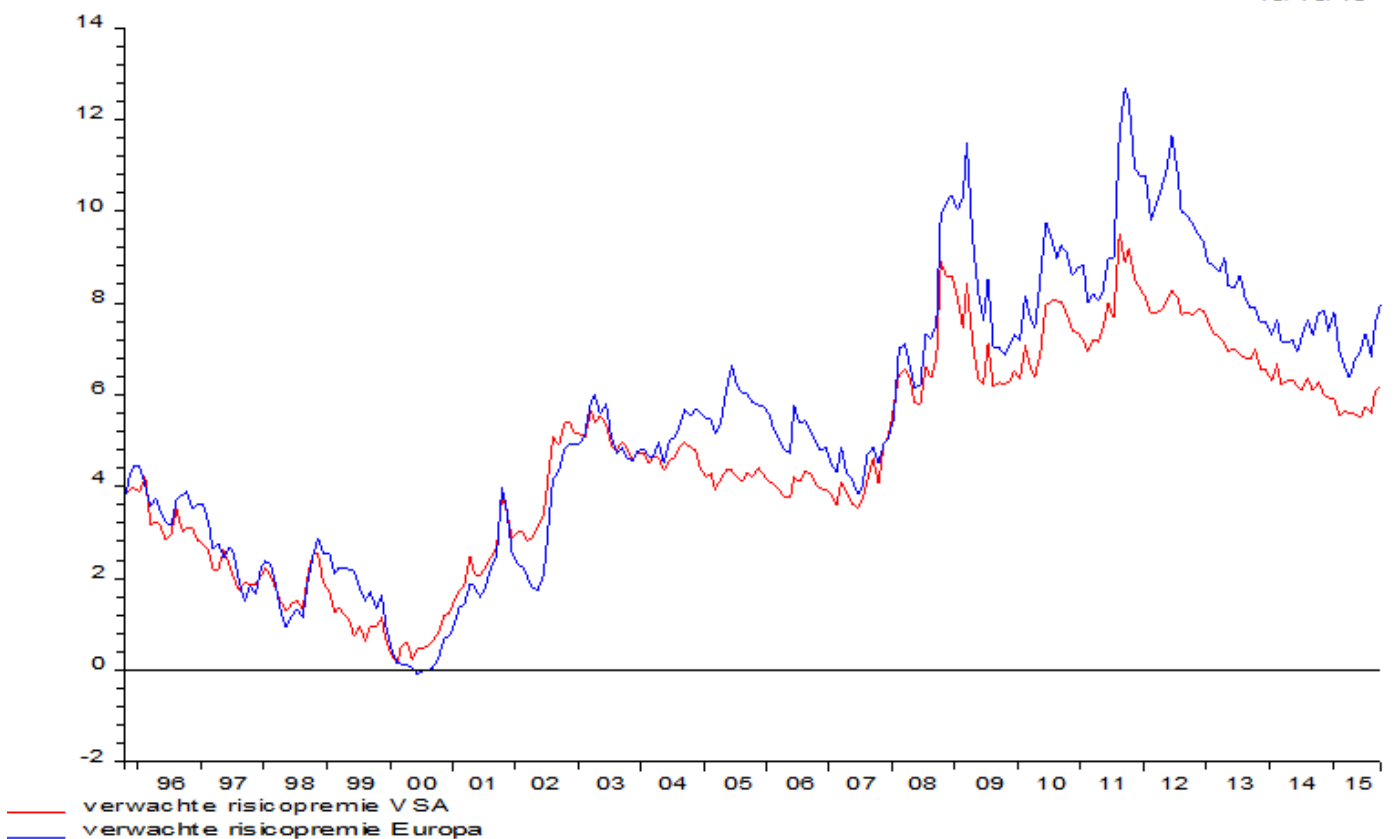
Source: Thomson Datastream

Met een risicopremie van bijna 8 (het historisch gemiddelde is 3) is de potentiële vergoeding voor een belegging in aandelen aantrekkelijk.

Risicopremies Europa en V.S.

De risicopremies in de V.S. (rood) en Europa (blauw) zijn verder toegenomen. Het historische gemiddelde bedraagt 3. De potentiële vergoeding voor een aandelenbelegging neemt bijgevolg toe. Een hogere risicopremie verhoogt ook de buffer voor eventuele hogere rentevoeten.

13/10/15



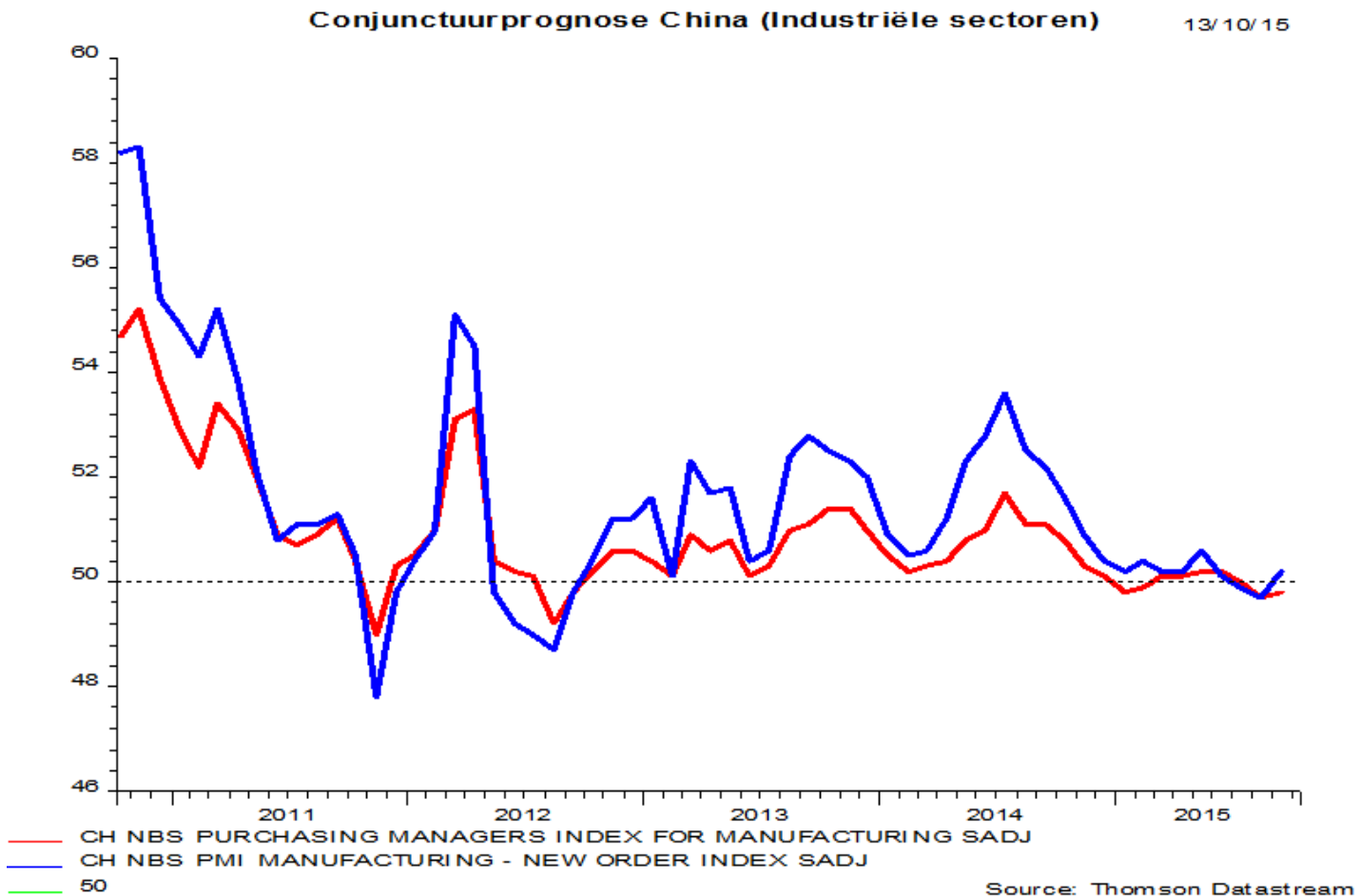
Source: Thomson Datastream

De Europese aandelenmarkten genieten dan ook onze voorkeur.

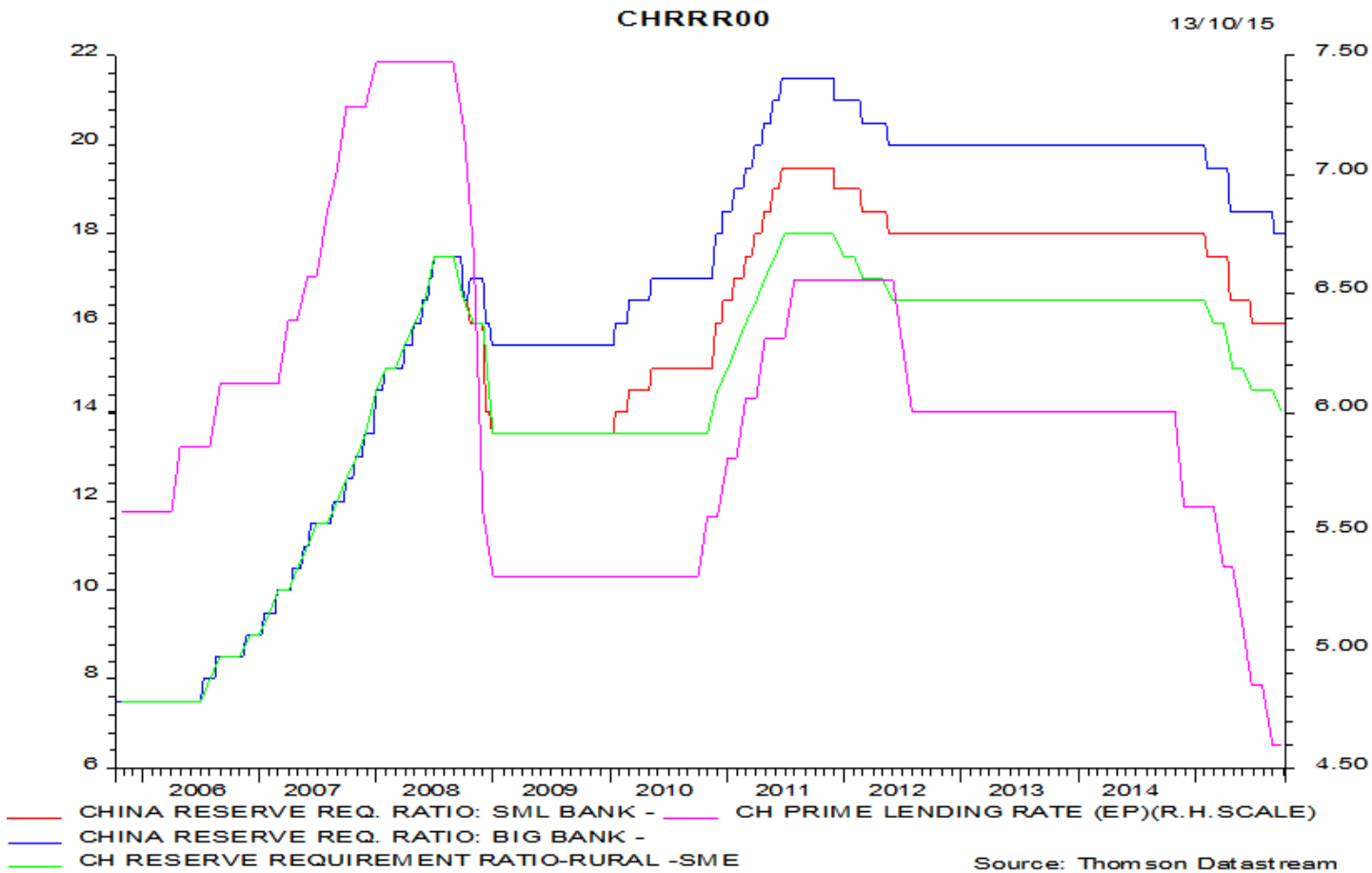
China

In China kon in de recentste index van aankoopdirecteuren industrie een lichtpuntje gevonden worden: niet alleen stabiliseert de industrie maar de component nieuwe orders vertoonde een sterke stijging.

De PMI-index industrie (rood) bodemt uit. Vooral de component nieuwe orders (blauw) is sterk stijgend en dat geeft hoop voor de volgende kwartalen.



De afgenomen inflatie laat in principe toe om de rente verder te verlagen en vooral de reserveverplichtingen voor banken te laten dalen. Hierdoor kunnen vervolgens meer kredieten verschaft worden.



2. Renteverschillen :

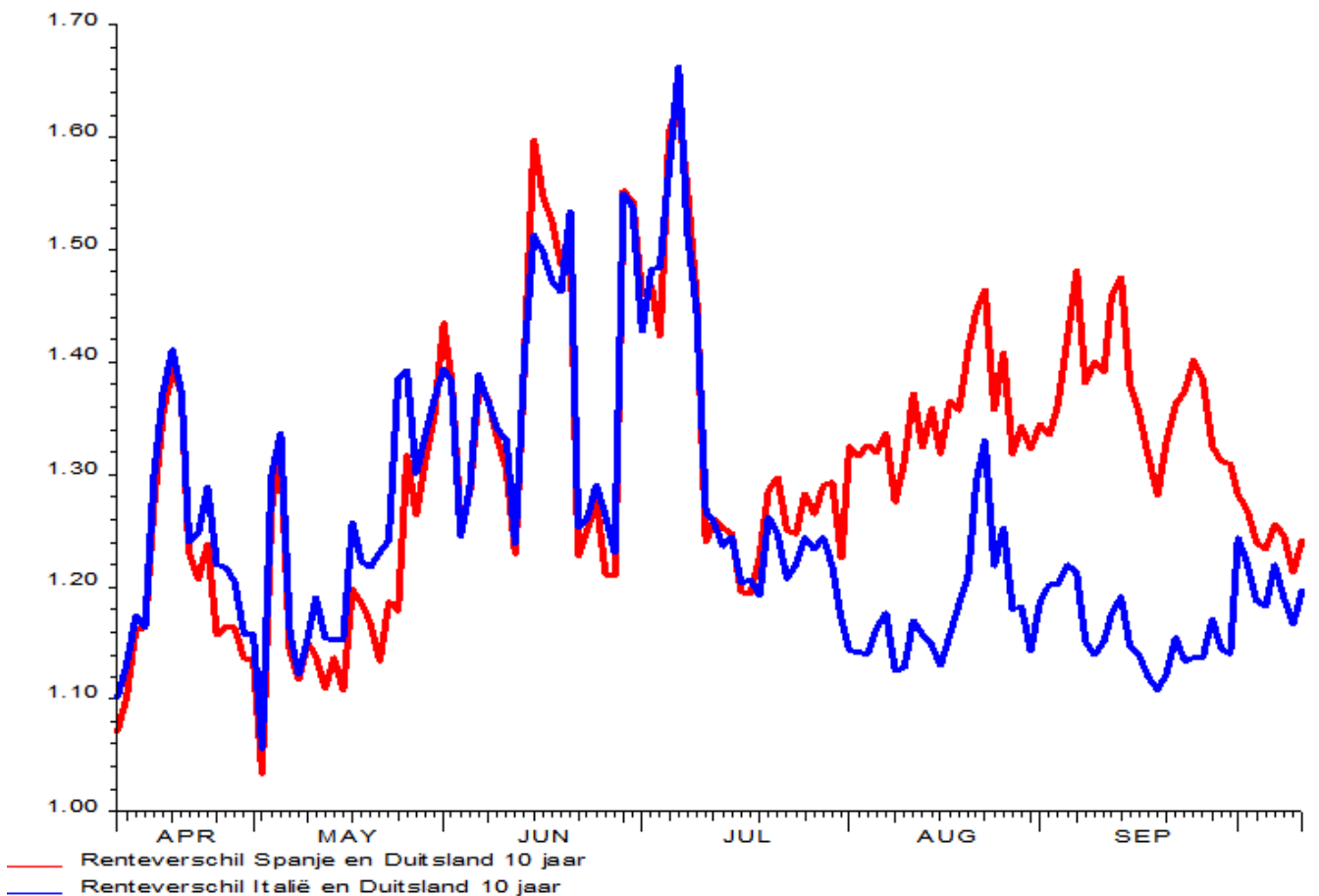
Door het uitblijven van de Amerikaanse renteverhoging namen de langetermijnrentevoeten weer af en werden obligaties weer wat aantrekkelijker. **De obligatie posities werden verhoogd in de perifere landen zoals Spanje, Italië en Polen.**

De rentever verschillen tussen de Duitse 10-jaars rente en de Spaanse rente nam opnieuw af na de Catalaanse verkiezingen. Die gaven blijkt van een duidelijke tweespalt tussen voor- en tegenstanders van een afscheiding tussen Spanje en Catalonië. Een afscheiding lijkt er dan ook niet te komen. Derhalve neemt het systemisch risico af in Spanje en kunnen de obligatiemarkten terug focussen op de verdere verbetering van de economische prestaties van Spanje.

Spaans rentever verschil met Duitsland (rood).

De Spaanse spread daalt na de Catalaanse verkiezingen. De marktconsensus gaat er van uit dat Catalonië zich niet zal afsplitsen.

13/10/15

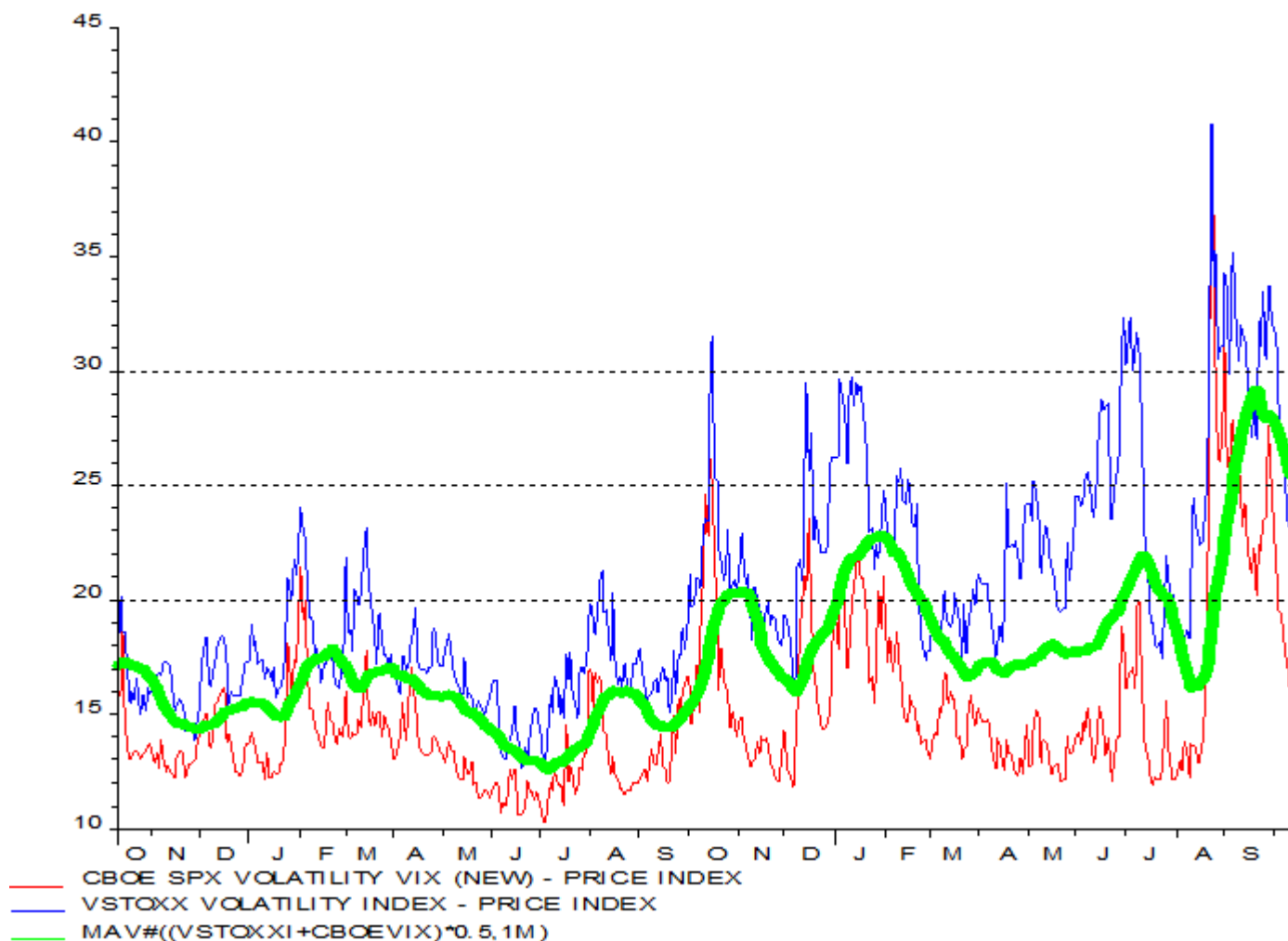


Source: Thomson Datastream

3. Risico indicatoren :

De volatiliteit als maatstaf voor systematisch of marktrisico is terug afgenomen. De VIX noteert terug onder zijn historisch gemiddelde.

13/10/15



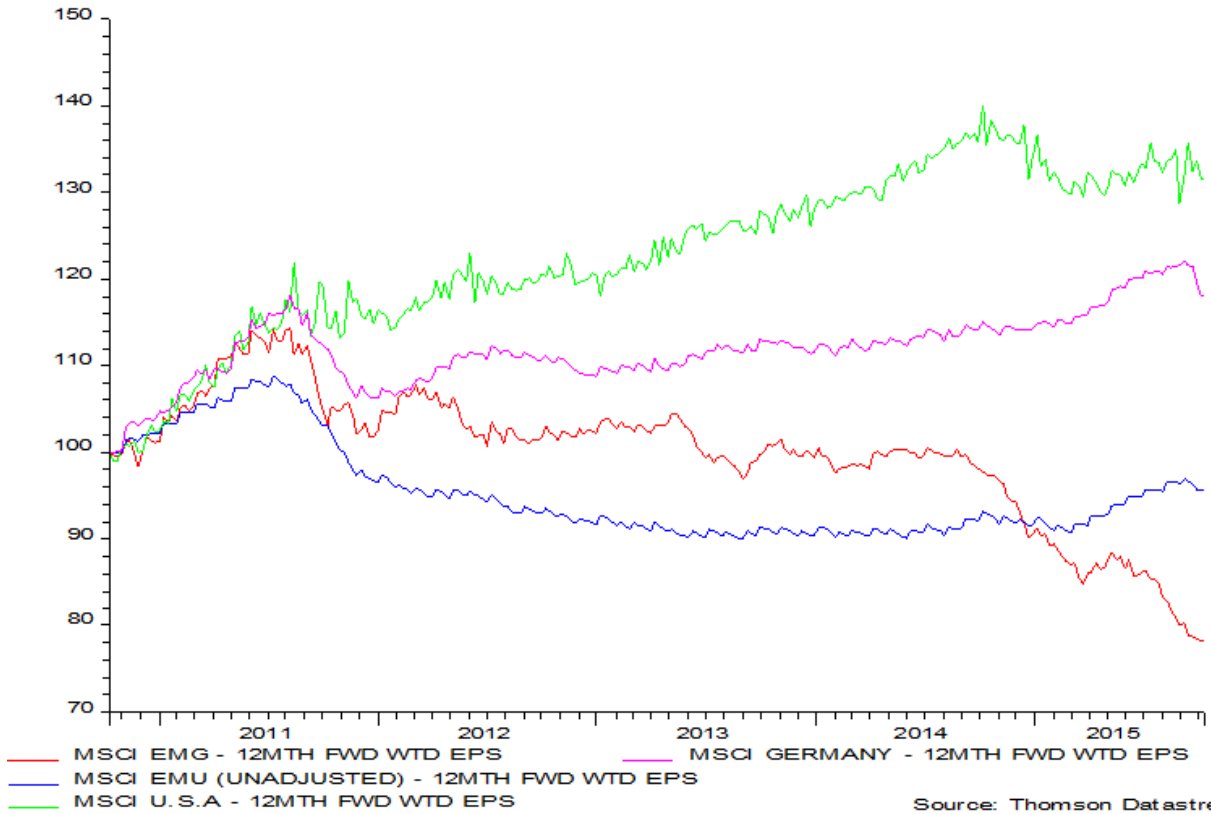
De skewness-index daarentegen wijst nog steeds op verhoogde marktnervositeit.

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

Evolutie verwachte bedrijfswinsten.

De Europese (blauw) en Duitse (magenta) verwachte bedrijfswinsten dalen door de zwakkere wereldgroeivoorzichten en 'dieselgate'. De Groeilanden (rood) blijven negatief evolueren. De V.S. (groen) blijven relatief stabiel.

13/ 10/ 15



Strategische allocatie

De aandelenposities werden de laatste weken licht afgebouwd omwille van de hogere risico indicatoren volatiliteit en skewness. Europa en de V.S. bleven onze voorkeur regio's. Door de beurscorrectie verbeterden de K/W verhoudingen en werd de vereiste risicopremie een stuk aantrekkelijker. Onze voorkeur sectoren zijn biotechnologie, technologie, consumptie, water en veiligheid.

De obligatieposities werden licht opgevoerd na het uitblijven van een FED renteverhoging en de matige economische indicatoren in het algemeen. Ze behouden gemiddeld genomen een lage duratie. De posities in Spaanse staatsobligaties werden terug opgevoerd na de Catalaanse verkiezingen.