



## Macro & Markten, strategie

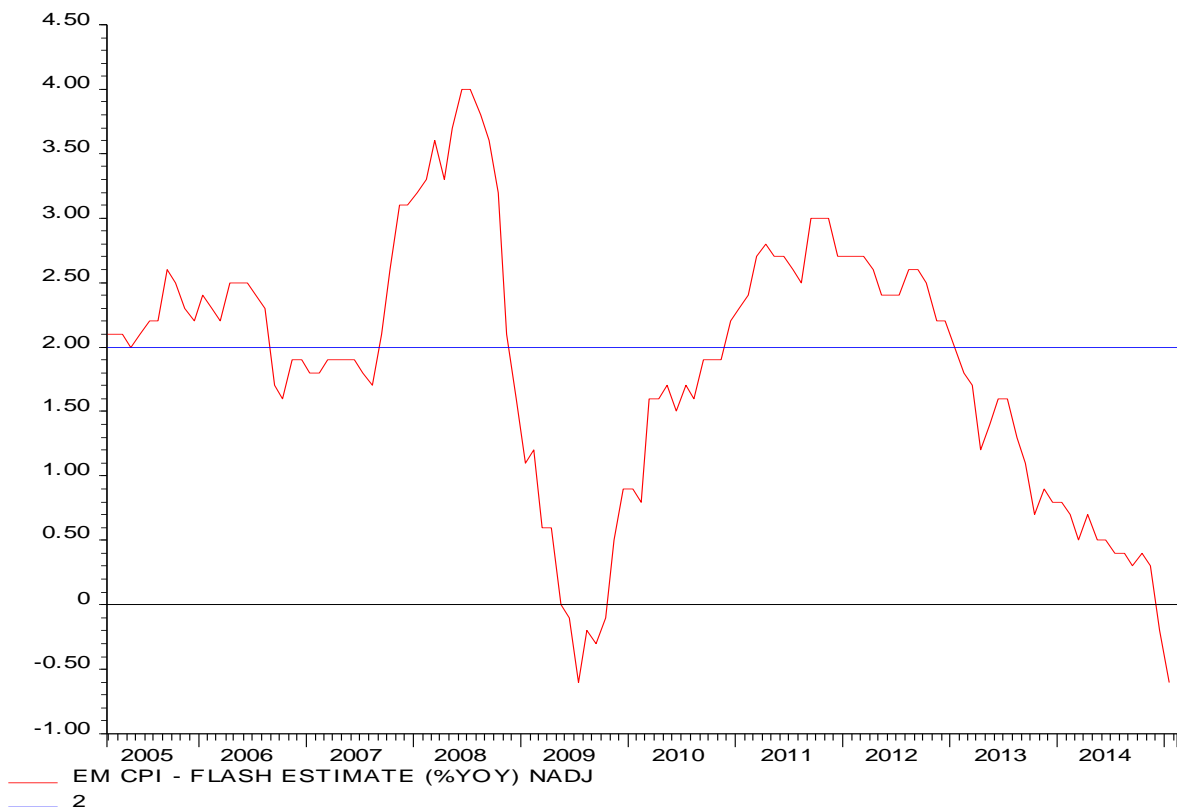
### 1. Rente en conjunctuur :

#### EUROPA

De Europese rentevoeten zijn historisch laag, zowel op het korte als op het lange einde, en geven de indruk nog lang op dat niveau te willen blijven. Enerzijds wegens het QE-programma, dat ieder opwaarts potentieel van de rentevoeten onmiddellijk de kop zal indrukken, maar anderzijds ook om de fundamentele reden dat de Europese economie kampt met gelijkaardige problemen die zich in Japan een tiental jaren geleden hebben ingezet: een structureel lage economische groei, deflatiegevaar en een negatieve demografische ontwikkeling.

**De Europese inflatie is negatief en ver verwijderd van de ECB inflatiedoelstelling van 2%. Vanuit dit opzicht is het ECB stimulus pakket (QE) volkomen verantwoord.**

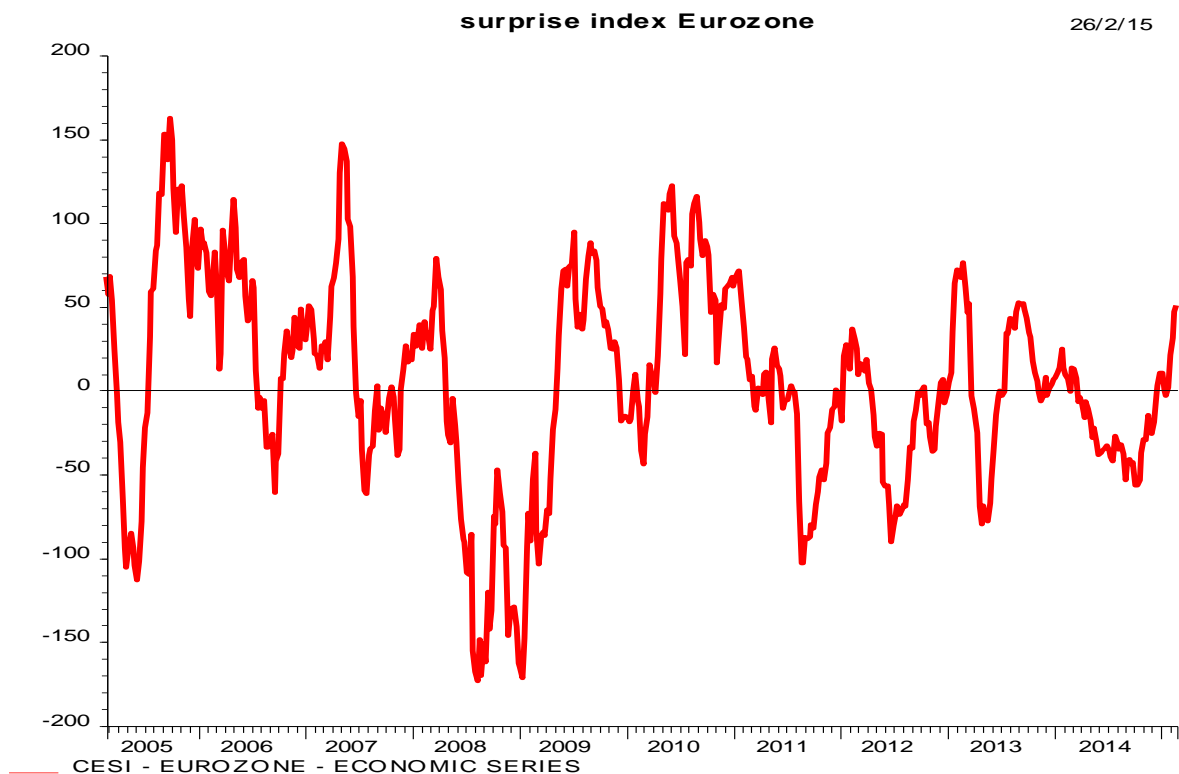
26/2/15



Source: Thomson Datastream

De combinatie van lage rentevoeten, sterk gedaalde olie- en grondstoffenprijzen, het uitblijven van inflatiegevaar of enige opwaartse druk op de loonkosten en de determinatie van de monetaire overheid om de economische groei met alle mogelijke middelen te ondersteunen, moet van aard zijn om de Europese economie uit het slop te trekken. Bovendien neutraliseren de recente positieve bancaire stresstesten de negatieve bancaire regelgeving (Bazel III). Daardoor worden banken minder gehinderd bij het verstrekken van kredieten waardoor de geldcreatie van de ECB haar weg kan vinden naar de reële economie.

Een voorzichtig herstel van de economische indicatoren in de eurozone kan waargenomen worden doordat de meest recente indicatoren beter zijn dan verwacht : via de 'surprise-index', waarmee systematisch wordt nagegaan of een indicator slechter of beter scoort dan het voorspelde niveau. Deze grafiek vertoont een positieve evolutie welke duidt op een pril economische herstel.



Source: Thomson Datastream

De koers-winstverhoudingen van de Europese bedrijven zijn niet goedkoop in historisch perspectief, omdat professionele investeerders al een tijdje geleden hun posities in Europese bedrijven hebben verhoogd, maar in vergelijking met de verwachte opbrengsten van obligaties vormen aandelenbeleggingen nog altijd een zeer aantrekkelijk alternatief. De risico-aversie voor aandelen neemt bovendien ook af bij de niet-professionele beleggers, die gretig een alternatief zoeken voor de extreem lage risicovrije rente (TINA is terug).

De verwachte economische groei zal zich uiteindelijk ook vertalen in verbeterde bedrijfsresultaten waardoor de koers-winstverhoudingen weer hun gemiddelde, historische niveaus opzoeken. In dat proces zullen de aandelenkoersen een opwaartse beweging maken.

**De voornaamste gevaren voor het Europese groeiscenario zijn een potentiële escalatie van het conflict in Oekraïne, hernieuwde onrust rond de Griekse schuldenkwesie en een onverwachte opstoot in de olieprijs.**

**VS**

In de V.S. vertonen de recente bedrijfswinsten en conjunctuurindicatoren enige zwakte na een forse groei in 2014. Dit vertaalde zich in minder performante aandelenbeurzen in vergelijking met Europa. Het vooruitzicht op een hoger rentebeleid in de V.S. en de hoge USD koers verantwoorden een **gedeeltelijke afbouw van Amerikaanse aandelen naar Europese aandelen.**

## **EMERGING MARKETS**

In de 'Emerging markets' doen **China** en **India** het nog relatief goed : de bedrijfsresultaten in India groeien er sterk en China voert een expansiever monetair beleid van zachte rentedalingen in combinatie met lagere reserveverplichtingen voor banken. Hierdoor kan de kredietverstrekking in China wat aantrekken en wordt als dusdanig de economie gestimuleerd.

Binnen de Groeilanden geniet de **Zuidoost Aziatische regio** onze voorkeur.

De **Zuid-Amerikaanse groeimarkten** lijden onder de lage grondstoffen en zijn voorlopig te mijden. Indien de wereldeconomie daarentegen tekenen zou vertonen van een sterkere groei zullen daar de grondstoffenmarkten ook van profiteren en kan als gevolg een beperkte positie overwogen worden.

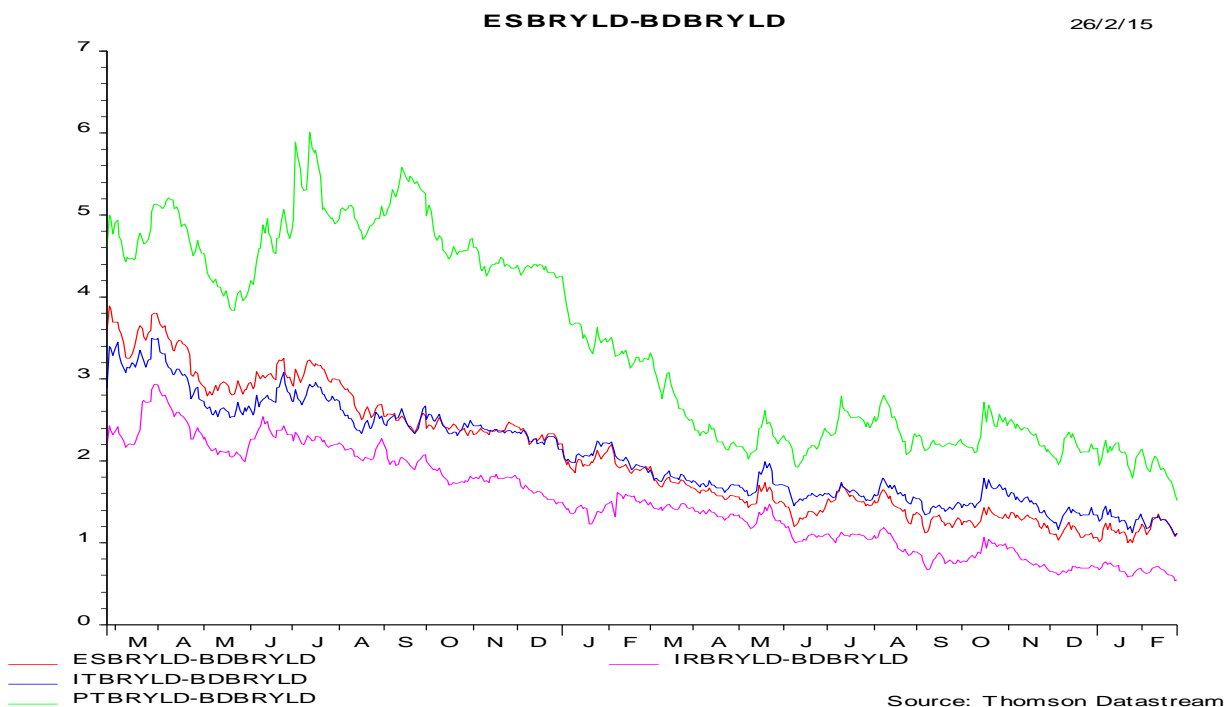
De **Oost-Europese regio's** en zeker **Rusland** zijn voorlopig te mijden door de zwakke conjunctuur en geopolitieke risico's.

## 2. Rentever schillen :

De 'corporate spreads' over lange looptijden (5 tot 7 jaar) noteren nog steeds onder het historische gemiddelde en bieden derhalve nog steeds onvoldoende vergoeding voor het hogere risico. We geven daarom de voorkeur aan **bedrijfsobligaties met korte looptijden**.

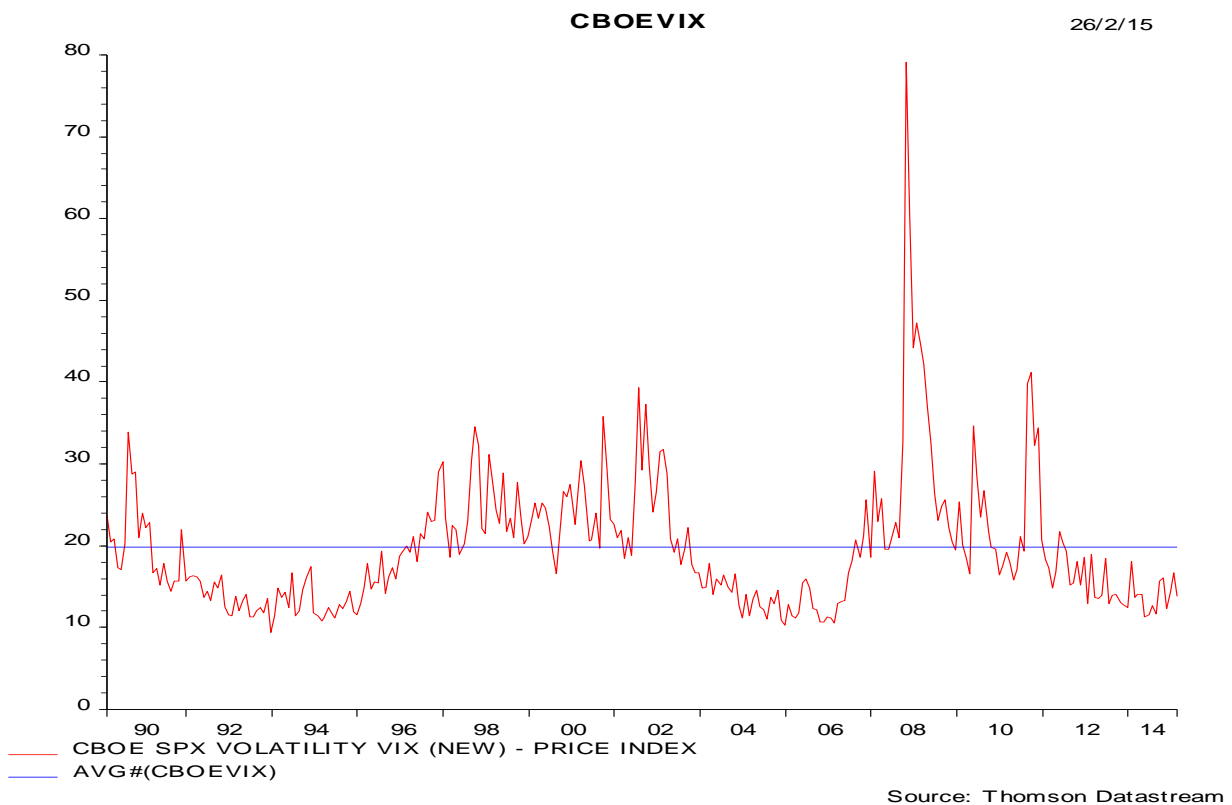
De 'Emerging Bonds' of obligaties van groei landen worden gedeeltelijk afgebouwd ten voordele van **Europese convertibele obligaties**.

De rentever schillen tussen Duitsland enerzijds en de zgn PIIGS-landen, nl. Ierland, Spanje, Italië en Portugal anderzijds zijn verder afgenomen. Het ECB inkoopprogramma ondersteunt de koersen van deze staatsobligaties. Onze posities in Ierse, Spaanse en Italiaanse obligaties worden derhalve behouden.



## 2. Risico indicatoren :

De volatiliteit (VIX) als maatstaf voor systematisch of marktrisico is laag en stabiel onder zijn historisch gemiddelde.



Ook de liquiditeitsindicator als maatstaf voor systemisch risico blijft zeer laag en vertoont geen beweging tijdens de recente Griekse perikelen. Dit toont aan dat het Europese financiële systeem vandaag veel beter bestand is tegen systemische risico's.