

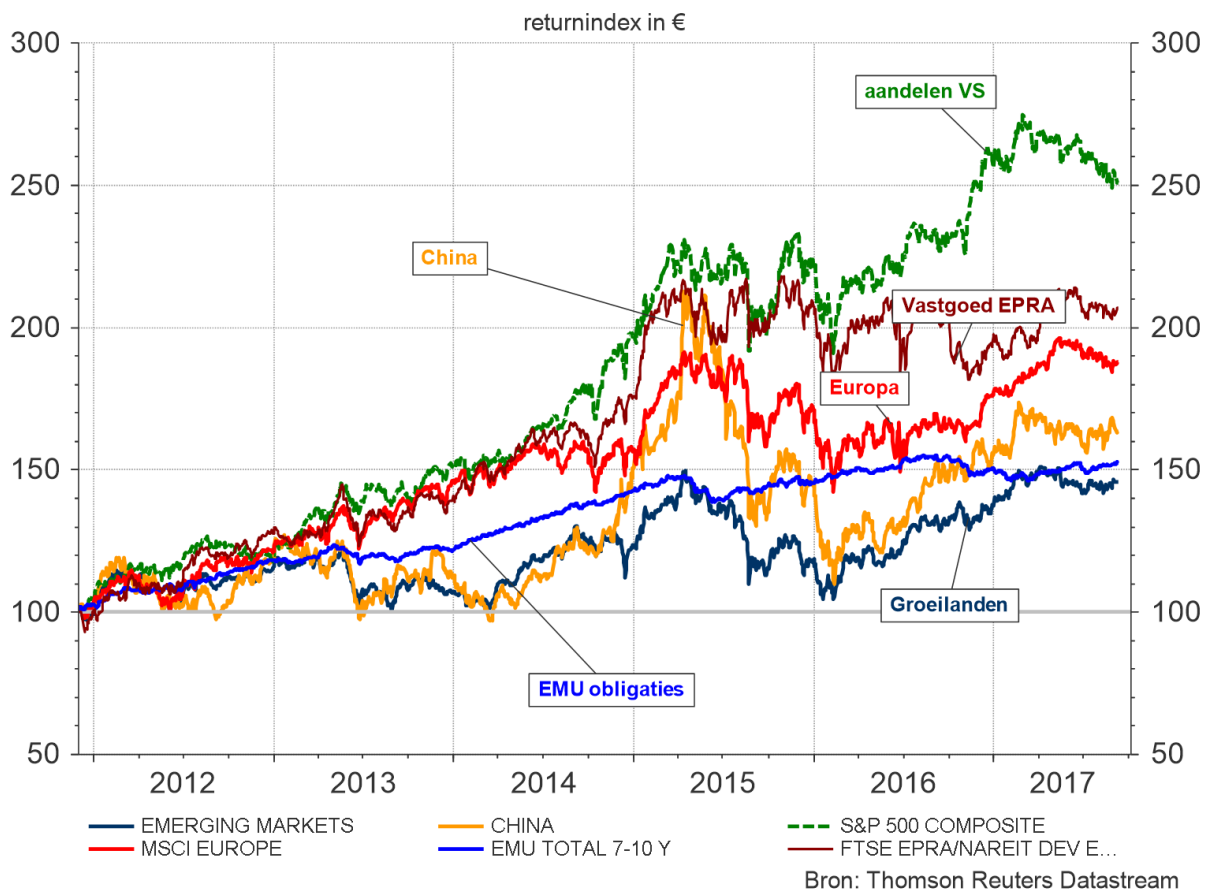


Macro-economische vooruitzichten

Enkele bedenkingen rond de huidige financiële constellatie:

De tot nu toe gepubliceerde economische cijfers in september zijn enigszins geruststellend maar toch (ten onrechte) niet volledig van aard gebleken om de rust te herstellen. De aandelenbeurzen sluiten wel, zij het enigszins terughoudend, aan bij hun opwaartse beweging. Ingezet op het einde van 2011, bracht deze haussebeweging de koersen wereldwijd op recordhoogtes, weliswaar via een hobbelig parkoers.

Grafiek 1: Evolutie financiële markten sedert 01/12/2011. Returnindex in euro



De huidige prijzen van Amerikaanse - en vooral - Europese aandelen sluiten verdere stijgingen niet uit, zeker niet wanneer in een realistisch toekomstscenario, de constellatie van lage LT rente, afnemende risicopremies en toenemende bedrijfsresultaten zich kan verder zetten.

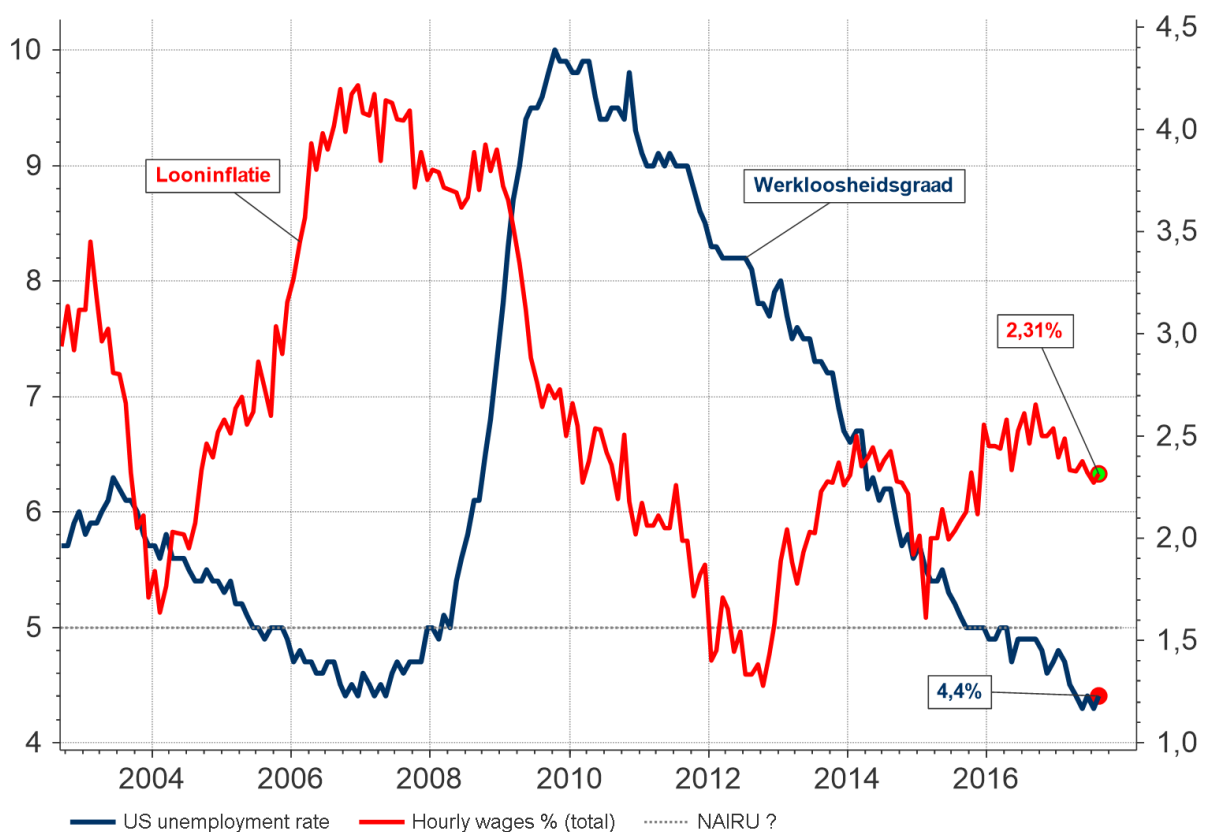


Zowel de Amerikaanse als Europese economische indicatoren leveren alleszins voldoende onderbouw voor een relatief optimistisch toekomstbeeld. Het winstcijfer voor de Amerikaanse industrie viel precies binnen onze voorspellingsband en situeert zich zelfs aan de bovenkant van onze prognose. Ook de indicator voor de dienstensector is intussen hersteld van zijn appelflawwte.

De werkloosheid is intussen licht opgelopen van 4,3% naar 4,4% maar statistisch houdt dit weinig of geen boodschap in. Zo nauwkeurig zijn die cijfers immers niet. De foutenmarge is groter dan het geconstateerde verschil.

Maar uit de maandelijkse cijfers van het 'US Labor Department' wordt opnieuw een merkwaardige trend waargenomen.

Grafiek 2: Werkloosheidsgraad en looninflatie in de VS



De loonontwikkeling in de VS blijkt een zeer atypisch pad te volgen waarbij de zeer lage werkloosheidsgraad zich niet, zoals in het verleden, vertaalt in een versnelling van het groeiritme van



de lonen. De loonmassa blijft opvallend rustig met links en rechts zelfs negatieve cijfers, met name in de traditionele kleinhandel die op pijnlijke wijze geconfronteerd wordt met het nieuwe bedrijfsmodel dat hen wordt opgelegd via Internetbedrijven en de winstmarges dermate erodeert dat ook de salarissen onder druk komen te staan.

Maar ook de totale economie lijkt naar een nieuw evenwicht te zoeken, waarbij de klassieke economische wetten nadrukkelijk naar de prullenmand worden verwezen (bijvoorbeeld de Phillips-curve, die stelt dat lonen drastisch zullen stijgen, eens de werkloosheidsgraad zich beneden een bepaald punt bevindt). De Amerikaanse werknemers kunnen duidelijk geen vuist meer maken onder het huidige gesternte van intensieve globalisering, automatisering en genadeloze druk op de winstmarges op klassieke sectoren door internetbedrijven.

Toch blijven de (verwachte) winstcijfers van de Amerikaanse bedrijven stelselmatig toenemen, zowel in absolute termen als uitgedrukt in jaarlijkse groeivoet. Dit illustreert de steeds toenemende macht van de financiële markten. Het nadeel is zonder meer duidelijk voor werknemers, maar een dergelijke ontwikkeling heeft ook zo zijn voordelen voor consumenten en investeerders: Lagere inflatie, stabiele en lage LT rente en een doortastende verbetering van de kwaliteit/prijs verhouding.

In de Eurozone wordt het wel en wee op de financiële markten vooral bepaald door overpeinzingen over de eerstvolgende zet van de ECB. Voorzitter Draghi weet zich intussen zeer behendig daartussen te manoeuvreren maar vroeg of laat zal hij toch kleur moeten bekennen over het (voorzichtig) beëindigen van het 'quantitative easing' programma. Hiermee worden Europese obligatiemarkten op ongeziene wijze mee ondersteund, om zodoende de LT rente laag te houden en de economie de kans te geven om duurzaam te herstellen.

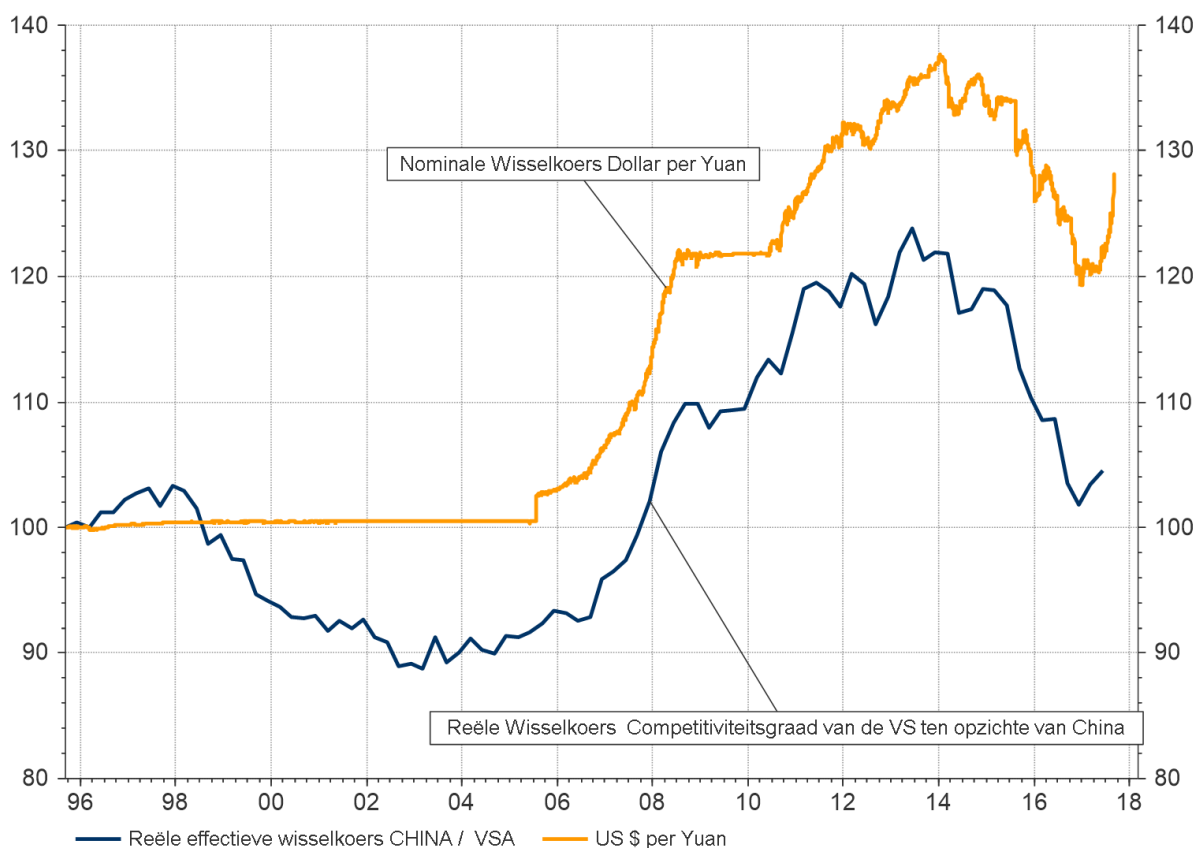
Hierbij is het niet zozeer het monetaire en economische argument dat doorweegt. Vanzelfsprekend moet om die reden het huidige beleid (nog lang) niet worden bijgestuurd. De twee doelstellingen zijn immers nog niet bereikt: Zowel de verwachte inflatie als de kredietgroei in de Eurozone zijn nog duidelijk te laag. Maar bij het opstarten van het programma werd als uitgangspunt gesteld dat in geen enkel geval de ECB meer dan 1/3 van de Overheidsschuld van een lidstaat van de Eurozone mocht worden opgenomen. En die limiet komt nadrukkelijk in zicht voor de ... Duitse staatsschuld. Dit is enerzijds verbazend, gelet op de emotionele kritiek die onze Oosterburen voortdurend spuien over het beleid van de ECB. Anderzijds verklaart dit wellicht voor een deel de recente bewegingen van de US dollarkoers. Het (geleidelijke) beëindigen van het 'quantitative easing' programma in de Eurozone is immers van aard om de LT rente in de Eurozone wat hoger te tillen, zeker in vergelijking met de VS.

Maar dat is dusdanig voorbarig dat het niet als onmiddellijke verklaring kan gelden voor de forse opstoot van de koers van de euro, die zich zelfs doorzette nadat de ECB-voorzitter te kennen gaf dat een stopzetting van de huidige impulsen van de Centrale Bank nog niet op de agenda stond (en de LT rente in Duitsland consequent hiermee verder afnam). Ook de reële LT renteversillen tussen de Eurozone en de VS kunnen de huidige zwakte van de dollar niet verklaren, ondanks hun vroegere



voorspellingskracht. Maar misschien moeten we onze pogingen maar staken om alsnog een touw vast te knopen aan de vreemdsoortige beweging van de Amerikaanse wisselkoers op basis van - al dan niet vermeende- economische verschillen met Europa. Dergelijke wisselkoersen worden immers in een mondiaal kader bepaald en daar speelt China nu eenmaal een zeer belangrijke rol. Twee belangrijke evoluties moeten hierdoor mee in rekening worden gebracht. Enerzijds heeft China intussen de status verworven van een IMF-reservemunt. De Rode Reus kan hierdoor, bijvoorbeeld, de ingevoerde olie in hun thuisland betalen en hoeven dus geen dollars meer aan te kopen, zodat de vraag naar de Amerikaanse munt is afgenomen. Maar anderzijds dient de Chinese Centrale Bank tevens beduidend minder reserves aan te houden in andere munten, zoals dollar en euro's. Vooral dan van de Amerikaanse Greenback. Het was dus maar een kwestie van tijd wanneer deze posities geleidelijk op de wisselmarkten zouden verschijnen. Wellicht was er een dubbel signaal van de Chinese Overheid om de laatste weken hun dollar tegen een versneld tempo aan te bieden. De kans op een stijging van zowel de Amerikaanse beleidsrente als de LT rente is de laatste maanden aanzienlijk afgenomen. Gelet op het steeds groter wordende renteververschil met de Yuan, loopt hierdoor de kostprijs van het aanhouden van dollars in belangrijke mate op. Een tweede argument is te vinden in de historische koersontwikkeling van de Yuan ten opzichte van de Amerikaanse munt.

Grafiek 3: Wisselkoers US\$ / Yuan en Competitiviteit van de VS ten opzichte China



Bron: Thomson Reuters Datastream



Na een periode van opvallende stijging (waardoor de competitiviteit van China in belangrijke mate afnam) werd de Chinese wisselkoers sterk afgezwakt, ongeveer tot het niveau van 2008. Hierdoor kon de Chinese economie ook in belangrijke mate aan concurrentiekracht winnen. Eens deze doelstelling bereikt werd, stond de deur open voor een (geleidelijke) afbouw van de dollarreserves. Nadien makkelijk te verklaren, maar het is erg moeilijk om een dergelijke beweging exact te timen.

Ook de beurzen van de groeielanden wisten zich in de afgelopen weken niet alleen kranig te weren maar zelfs hun koersniveau, in dollartermen weliswaar, in niet onbelangrijke mate te herstellen. Deze beweging wordt overigens verantwoord door een gelijkaardige beweging van de koperprijzen. De zwakke dollarkoers legt anderzijds ook weinig druk op de lokale rentevoeten, zodat onze positie in groeielanden geleidelijk wordt verhoogd, waarbij we ons echter blijven beperken tot India en China.

Aandelenposities blijven nadrukkelijk overwogen met een (sterke) nadruk op Europese waarden.

DISCLAIMER :

“This document and the information contained therein has been prepared solely for information purposes and constitutes a marketing communication. It is directed exclusively at persons who are professional clients and eligible counterparties. This document does not take account of an investor’s personal circumstances, does not contain any offer that is binding under civil law and does not constitute investment advice. We do not accept any liability for the accuracy, adequacy, or completeness of any information and is not responsible for any errors or omissions or the result obtained from the use of such information. The information in this document has been obtained from sources believed to be reliable. No representation is made that the information contained in this document is accurate or complete. We expressly advise that this document does not constitute a solicitation to purchase or sell fund units. Investment decisions should be based solely on the current sales documents (Key Investor Document, prospectus, annual and semi-annual reports), which contain the applicable Fund Rules. Copies of the sales documents are available free of charge at the relevant custodian bank and sales partners. Prior to any investment decision investors should consult with their personal financial and



tax advisor. To the extent that this document refers to tax effects, we draw attention to the fact that the concrete tax repercussions depend on the personal circumstances of the corresponding investor and may change in the future. Investors should note that the products are only available to persons in certain jurisdictions. Any Investor is responsible for satisfying himself that he is subject to no legal restrictions under any relevant laws.”