

ALGEMEEN INVESTERINGSKLIMAAT

Economie

Het jaar 2017 kende een kalme start en de investeerder was over het algemeen vrij optimistisch. Gedurende de eerste maanden handhaafden de ruwe olieprijsen zich boven het nieuwe niveau van \$50 per vat, maar een toenemende bezorgdheid over oplopende voorraden zorgde voor een prijsdip tegen het eind van het kwartaal. Oliepessimisten voorspelden dat de productieverlaging van de OPEC-landen niet zou volstaan om de voorraadoverschotten te compenseren en dat de olieprijsen gedoemd waren om opnieuw te zakken. Verschillende OPEC-landen en Rusland reageerden hierop door te pleiten voor een verlenging van de productieverlaging tot na juni. Dit nieuws had een kalmerende effect op de markt waardoor de prijzen alsnog boven de \$50 eindigden.

Op 20 januari nam de kersverse president van de Verenigde Staten voor het eerst plaats in "The Oval Office". Meteen bleek dat Trump van zin was zijn campagnebeloften waar te maken. Al in de eerste week trok hij zich terug uit de Trans-Pacific Partnership handelsovereenkomst en kondigde hij een heronderhandeling aan van het NAFTA-akkoord met Mexico en Canada. In Europa zorgde probleemkind Griekenland weer voor kopzorgen. Aangezien de Europese overheden en het IMF het niet eens konden worden over de verderzetting van het hulpprogramma leek een scenario van een aanslepend onzeker investeringsklimaat in Griekenland niet ver weg. Bovendien zorgden de belangrijke verkiezingen in Nederland, Frankrijk en Duitsland voor nog meer onzekerheid. Na de Brexit en de verkiezing van Trump leefde de vrees voor gelijkaardige scenario's waarbij de kiezer zijn vertrouwen zou vestigen in anti-migratie populist. Noch Griekse zorgen, noch mogelijke politieke verrassingen bleken indruk te maken op de investeerder die het erg rooskleurig bleef inzien. De markt kreeg een eerste keer gelijk toen de populist Geert Wilders er niet in slaagde de Nederlandse kiezer te overtuigen.

Inmiddels hield de ECB haar monetair beleid ongewijzigd aangezien ze nog niet overtuigd waren dat de verhoogde inflatie zal blijven duren. Draghi wees erop dat het verhoogde prijspeil vooral steunt op stijgende energieprijzen en dat de komende nationale verkiezingen het herstel zouden kunnen verstoren. Overigens bleef men bij de beslissing om het maandelijkse opkoopprogramma vanaf april te verlagen van €80 miljard tot €60 miljard. Zoals verwacht lieten de beleidsmakers verder de herfinancieringsrente op nul en de depositorente op minus 0,4% staan. Ten slotte vermeldden ze dat de rente op het huidig of nog lager niveau zal blijven voor langere tijd, zelfs na de voltooiing van het opkoopprogramma.

Hun Amerikaanse tegenhanger, de Fed, verhoogde de benchmark rente met 25 basispunten voor de tweede maal in drie maanden. Zo staat de federal funds rate op een bandbreedte van 0,75% tot 1% en is het waarschijnlijk dat nog meer verhogingen zullen volgen. Dit was geen verrassing gezien de consensus is dat er sterke economische groei zit aan te komen. Sommige investeerders waren bezorgd dat de Fed versnelde renteverhogingen zou aankondigen maar dit bleek uiteindelijk niet het geval.

Tot slot een macro-economische update: de economische expansie in de Eurozone zette zich door aan hetzelfde tempo van 0,4% kwartaal op kwartaal. De groei werd grotendeels gedreven door private consumptie en investeringen in vaste activa. De VS

toonde economische groei van 2,1% op jaarbasis, een kleine terugval ten opzichte van de sterke 3,5% van het vorige kwartaal. In maart steeg het Europese prijspeil 1,5%, een stuk minder dan de 2% van de voorgaande maand. Tegelijkertijd gingen de consumentenprijzen in de VS met 2,7% omhoog in februari. Ten slotte daalde de werkloosheidsgraad in de Eurozone in januari op februari verder van 9,6% tot 9,5%. De VS noteerde haar laagste werkloosheidsgraad sinds mei 2007 met 4,5%.

Valuta- en geldmarkten

Over de loop van het eerste kwartaal versterkte de euro ten opzichte van de USD ondanks het verhoogde renteverskil. Na Trump's nederlaag over de hervorming van de gezondheidszorg werd duidelijk dat hij niet de onvoorwaardelijke steun geniet van de republikeinen in het Congres. Door het feit dat deze republikeinen geen fan zijn van grote begrotingstekorten ontstond twijfel omtrent Trump's plan om een triljoen USD te investeren in infrastructuur, wat de ontwikkeling van de USD verzwakte. De euro steeg eerst van \$1,04 tot \$1,08 maar zakte dan weer naar \$1,07 tegen het einde van het kwartaal. De Britse pond ging lichtjes heen en weer maar uiteindelijk hield de munt het op status quo met €1,16. Sterling steeg wel t.ov. de USD van \$1,22 tot \$1,26.

Aandelenmarkten

Tabel 1.1 - Algemeen

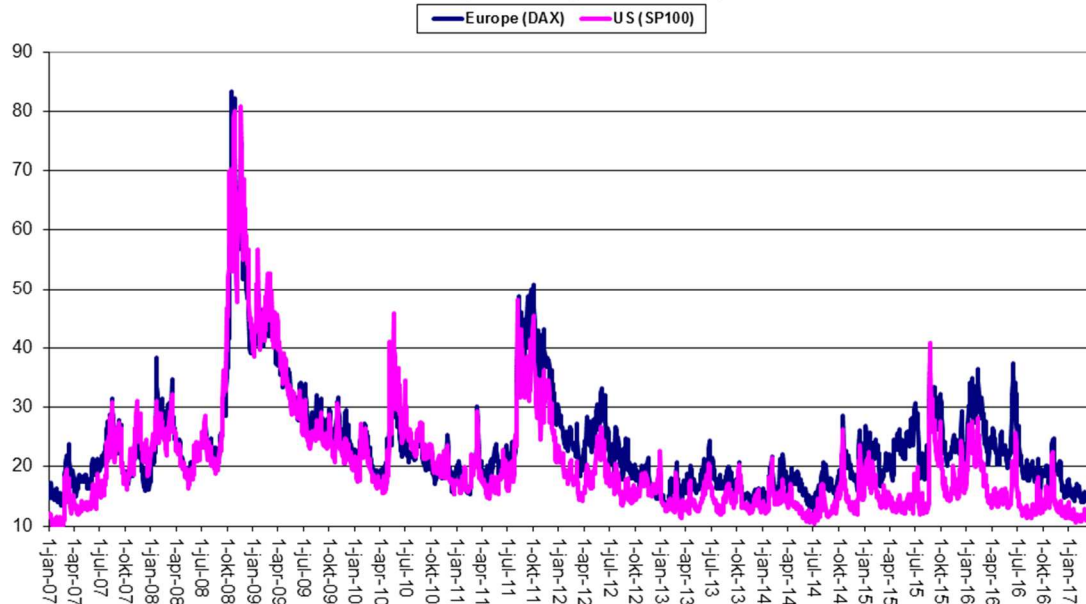
	31-mrt-17	31-dec-16 - 3 mnd	30-sep-16 - 6 mnd	30-jun-16 - 9 mnd	31-mrt-16 - 12 mnd
AEX	516,54	6,91%	14,20%	17,70%	17,37%
BEL20	3817,02	5,84%	7,34%	14,09%	13,16%
DAX	12312,87	7,25%	17,14%	27,20%	23,55%
EU50	3500,93	6,39%	16,61%	22,21%	16,51%
DJ	20663,22	4,56%	12,86%	15,24%	16,84%
SP500	2362,72	5,53%	8,97%	12,57%	14,71%
Nasdaq	5911,74	9,82%	11,29%	22,08%	21,39%
EUR/USD	1,0653	1,26%	-5,22%	-4,05%	-6,39%
Euribor 3 maanden	-0,3290	-0,0100	-0,0280	-0,0430	-0,0850
NL govt 10 jaar	0,5780	0,2210	0,5740	0,4920	0,2200

Zowel de Europese als de Amerikaanse beurzen kenden een sterk eerste kwartaal. De algemene trend was een vrij stabiele ontwikkeling tot halfweg februari en dan een hogere koersen voor de rest van het kwartaal. Industriële bedrijven en fabrikanten van kapitaalgoederen getuigen van buitengewoon optimisme en het eerste herstel van de olie & gasindustrie wordt verwacht voor de tweede helft van dit jaar. Ondertussen vertoont de auto-industrie geen tekens van zwakte dus lijkt het erop dat 2017 een sterk beursjaar wordt. Tegelijkertijd is het frappant hoe onverschillig de markt is geworden voor negatief (geo)politiek nieuws en de bijhorende risico's. Dit klimaat van bijna irrationeel optimisme en alsmaar oplopende bedrijfswaarderingen impliceert een verhoogd risico op een marktcorrectie. Dit zeggen beursexperten echter al langer dan vandaag maar de timing van deze correctie lijkt onvoorspelbaar. In tegenstelling tot vorige kwartalen hadden monetaire beleidsbeslissingen weinig tot geen impact op de markten aangezien ze in lijn lagen met de consensus.

Implied Volatility

De eerste barsten werden zichtbaar in Trump's meesterplan nadat zijn voorgestelde hervorming van de gezondheidszorg werd verworpen. Dit was te merken aan de ontwikkeling van de implied volatility in de VS, die een licht opwaartse trend vertoonde aan het kwartaaleinde. Tegelijkertijd bleef de volatiliteit in Europa stabiel en stond deze voor het eerste sinds oktober 2016 op gelijke hoogte met die van de VS.

Tabel 1.2 Ontwikkeling van de implied volatility jan 07 - mrt 17



De Lange Termijn

De AEX breide een vervolg aan het sterke groeitraject van het laatste kwartaal en steeg aanzienlijk boven het voortschrijdend gemiddelde. Deze keer stopten olieaandelen de ontwikkeling van de AEX echter af door slabakkende olieprijsen. Een klein deel van de sterke ontwikkeling was te wijten aan het oplopen van het Unilever-aandeel na het overnamebod door Kraft Heinz.

Tabel 1.3 Lange termijn ontwikkeling AEX jan 03 - mrt 17

