

Het debat over het al dan niet verstrengen van de monetaire politiek in de VS zal ook in de komende weken de financiële analyse overheersen. Tot vervelens toe, helaas. Maar de gevolgen zijn dan ook verstrekkend. Een abrupte stijging van de lange termijn rentetarieven in de VS zullen hun wereldwijd effect niet missen met mogelijk gevolg een afremming van het groeipotentieel in Zuidoost Azië, een bedreiging van de prille heropleving in de Eurozone en een afbrekend momentum van de Amerikaanse groei als. De vraag is of het wel zover zal komen. De nieuwe Fed-Voorzitter zal alleszins geen enkel risico nemen om de creatie van werkgelegenheid in de VS in de weg te gaan staan, zeker nu er geen enkele inflatiedreiging lijkt uit te gaan van de huidige stimulerende monetaire politiek. Integendeel, de extreem lage rentevoeten brachten de nodige zuurstof aan voor een doortastende heropleving van de bouwsector en ondersteunen ten volle de bedrijfsinvesteringen met als directe consequentie een verwachte economische groei van 3% in de tweede helft van 2014. Pas indien de werkgelegenheidscijfers dermate zouden toenemen dat er loonspanningen dreigen te ontstaan op de arbeidsmarkt, zal de nieuwe Fed Voorzitter de intussen reeds beruchte fase van versnelde “tapering” inzetten.

De financiële markten gaan er blijkbaar vanuit dat dit laatste nog een flink eind in de toekomst ligt, al blijft het telkens bang afwachten op de specifieke commentaren na iedere vergadering van de Centrale Bank. De eerste toets gebeurt op 17 december en dat lijkt nog te vroeg om een fundamentele wijziging aan te kondigen, maar de vergadering van 18 januari lijkt meer de vrees aan te wakkeren op een versnelde afbouw van het huidige stimuleringspakket. Men gaat ervan uit dat op dat moment het economische momentum zodanig zal zijn toegenomen dat het raadzaam is om het beleid bij te sturen. Geleidelijk, weliswaar, zodat de financiële markten dit gemakkelijk zouden moeten kunnen verteren en de aandelenbeurzen en obligatiemarkten schokvrij zouden moeten blijven om een herhaling van het Bernanke- debacle van mei te voorkomen.

Het bereikte (voorlopige) akkoord met Iran lijkt daarenboven de olieprijs naar beneden te drijven, zodat hieruit een verdere ontspanning van de inflatie ontstaat hetgeen de noodzaak van een stijging van de rentetarieven op lange termijn gevoelig doet afnemen.

Intussen spurtten de wereldbeurzen in de afgelopen weken naar nieuwe hoogterecords. Afhankelijk van de regio gebeurt dit overigens om uiteenlopende redenen.

Zuidoost Azië wordt vooral gestimuleerd door de systematische aanpak van de groeivertraging in China. Japan gaat hoger omwille van de substantiële monetaire impulsen waarvan wordt verwacht dat ze (eindelijk) hun weg naar de reële economie hebben gevonden. De beurzen van de Eurozone vinden hun inspiratie in de verbeterde economische vooruitzichten die (pas) in 2015 (!) de Europese bedrijfsresultaten in een hogere versnelling moeten brengen. Maar vooral de krachtige vooruitgang van de Amerikaanse beurs lijkt argwaan op te wekken. De koers-winstverhouding van de S&P-index lijkt op het eerste zicht hierbij de grenzen van een redelijke waardering te hebben bereikt.

Dit verdient enige nuancering. De verhouding tussen de huidige beurskoersen en de verwachte bedrijfswinsten is hooguit op het gemiddelde niveau van de laatste 30 jaar aangekomen.

Men mag daarenboven niet vergeten om het toenemende economische momentum door te rekenen in de toekomstige bedrijfsresultaten. Een consequente doorrekening hiervan laat overigens nog het beste vermoeden voor het komende jaar. Voeg hieraan toe dat een koers-winstverhouding steeds in de context moet worden gezien van de potentiële opbrengst van andere activaklassen, zoals lange termijnobligaties. De rente op dergelijke beleggingen is extreem laag en dreigt daarenboven nog (enigszins) toe te nemen, met koersdalingen van obligaties tot gevolg. Dit terwijl beleggingen op korte termijn slechts een zeer karige vergoeding krijgen.

Grafiek 1: Verwachte Risicopremie VS



Het verschil tussen enerzijds de ratio die men bekomt door de verwachte bedrijfswinsten te delen door de koersen en anderzijds de (netto) lange termijnrente, vormt vandaar de meest fundamentele vergelijking. In het technische jargon wordt dit verschil omschreven als de verwachte risicopremie. De schommelingen in deze parameter verklaren overigens 75% van de wijzigingen in beurskoersen over de laatste 60 jaar. De geleidelijke afbouw van deze risicopremie over de laatste maanden vormde meteen ook de voornaamste motivatie voor ons volgehouden optimisme. Deze evolutie kenschetst immers een afname van de aversie voor beleggingsrisico.

Just what the doctor ordered...