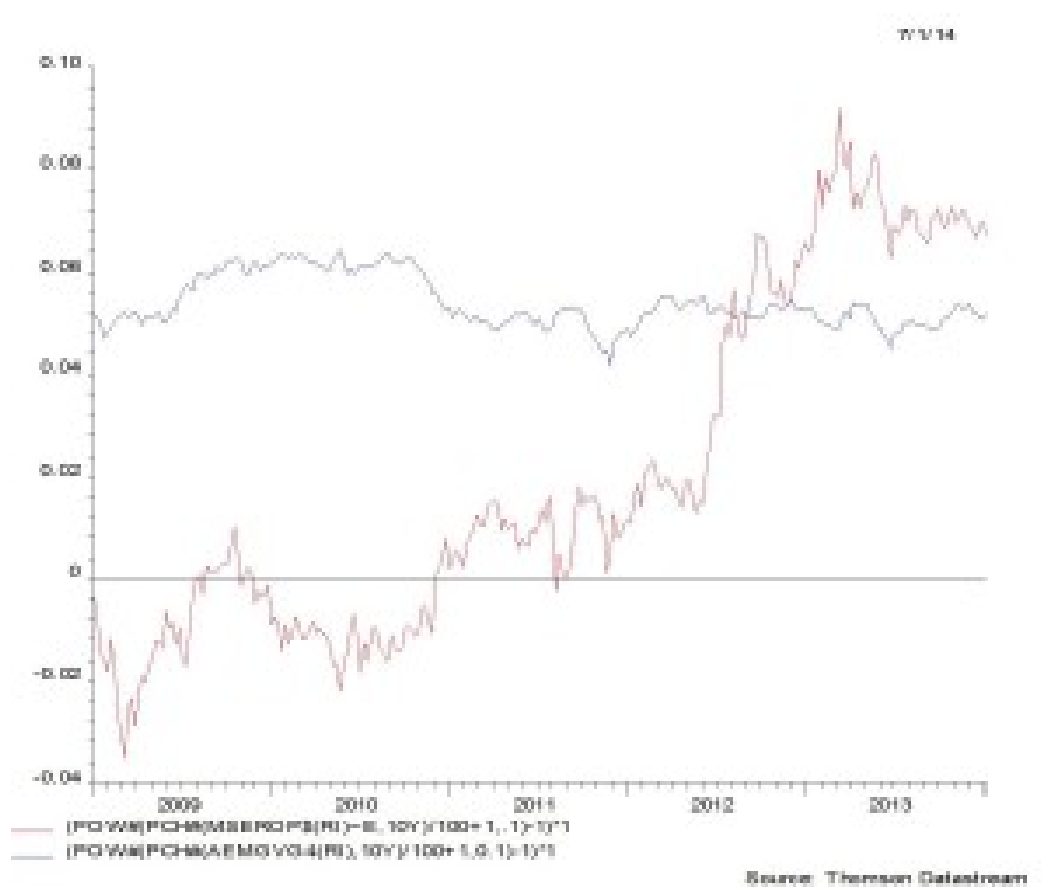


Vooral niet om nogmaals geconfronteerd te worden met de zoveelste blik in de achteruitkijkspiegel en obligate jaaroverzicht, waarmee u in deze periode genadeloos wordt bestookt. Wij verkennen liever samen met u het toekomstige jaar.

Maar de verleiding van het terugblikken wordt ons toch ook even te machtig wat betreft dit ene element: In 2013 kon eindelijk de jarenlange hegemonie van obligatiemarkten worden doorbroken. De gemiddelde jaarrendementen over periodes van 10 jaar wezen reeds gedurende een jarenlange, koude winter in het nadeel van aandelenbeleggingen en in het voordeel van LT overheidsobligaties, zowel in Europa als de VS.

Grafiek 1: **Evolutie van het gemiddelde jaarrendement over periodes van 10 jaar**

Europese aandelen (rood) en Europese LT- overheidsobligaties (blauw)



In een langer termijnperspectief is een dergelijke outperformance van obligaties in deze orde van grootte vrij uitzonderlijk, zeker wanneer deze situatie al gedurende haast een decennium wordt aangehouden. Over periodes van 10 jaar behoren aandelen immers gemiddelde een meeropbrengst te bieden, gelet op de hogere volatiliteit van deze beurzen, hetgeen gecompenseerd moet worden door de realisatie van een hogere risicopremie. De omstandigheden waren dan ook eerder extreem: Zwakke beursprestaties in de naweeën van het uiteenspatten van de dotcom-zeepbel in 2000, de haast epische wereldwijde terugval van aandelen in de bankencrisis van 2007-2008, de daaropvolgende systemische crisis van de Zuidoost-Europese landen en de recente economische terugslag in de groeielanden.

Maar zelfs deze naargeestige opsomming van financiële rampspoed verklaart slechts een beperkt gedeelte van de indrukwekkende outperformance van LT overheidsobligaties in deze periode. In het intussen goed gedocumenteerde financieel-historisch perspectief van de laatste 200 jaar zijn dergelijke ontwikkelingen niet eens zo uitzonderlijk maar werden deze in het verleden dikwijls met zeer bedenkelijke politieke en economische maatregelen begeleid, soms zelfs met renteverhogingen, monetaire verkrapping of absurde invoerheffingen.

De uitzonderlijke factor bij uitstek werd tijdens de recente financiële crisis echter gevormd door de extreem lage LT rentevoeten die werden opgelegd vanuit de monetaire politiek in de VS en Europa waar men de gevolgen van de economische terugval te lijf ging met heroïsche geldcreatie en –vooral- zeer lage rentetarieven, in combinatie met een massale liquiditeitsinjectie in het bancaire systeem. (Indien dit laatste overigens wat eerder was gebeurd, dan zou de Europese landen crisis trouwens vermeden zijn). Een dergelijke daling van de LT rentevoeten was van aard om de gerealiseerde rendementen op LT overheidsobligaties substantieel te ondersteunen. Indien deze kunstmatige ondersteuning echter wegvalt, dan kan voor de komende periode enkel een omgekeerde, negatieve beweging op obligatiekoersen worden verwacht totdat het gestegen niveau van de LT rente opnieuw in een verantwoord evenwicht komt te staan met de inflatie- en groeivoorzichten.

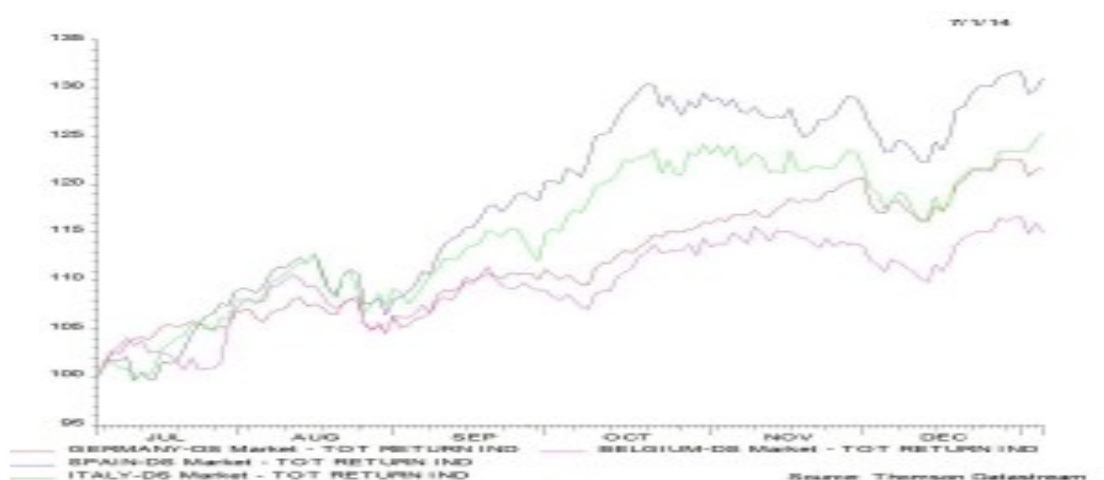
De extreem lage rentestand (zowel op korte termijn- als op lange termijnplaatsingen) werd zolang volgehouden tot de Amerikaanse bouwsector opnieuw banen wist te creëren, maar gelet op het bereiken van deze doelstelling is het nog weinig zinvol om mordicus aan een dergelijke politiek vast te houden. Toch moet niet worden gevreesd voor abrupte opstoten in de LT rente, terwijl de KT rente hoe dan ook zeer laag zal blijven.

De economische ontwikkelingen in de Eurozone is immers nog te precair, terwijl de economische vooruitzichten in de VS weliswaar wijzen op een substantieel groeiherstel tot boven de 3% in de tweede jaarhalf, maar nu nog niet van aard zijn om alarmbellen te laten afgaan bij de Amerikaanse Centrale Bank. Integendeel, de inflatie-indicatoren laten de beleidsvoerders zelfs toe een eerder afwachtende houding aan te nemen (en hun President hiermee een dienst te bewijzen met de Senaatsverkiezingen in het vooruitzicht).

Dit is op zich geen slecht nieuws voor de Amerikaanse aandelenmarkten die de nakende (beperkte) renteverhogingen makkelijk zouden moeten kunnen pareren met de verwachte hogere bedrijfswinsten en een verdere afname van de vereiste risicopremie (vermits ook de risicoaversie met gestage stappen afneemt). Hierbij blijft onze voorkeur uitgaan naar consumptiegerelateerde bedrijven, biotechnologie, exploitatie van schaliegas, waterbedrijven en –in iets mindere mate- technologie.

De Europese beurzen kunnen in de komende periode hun eigenheid terugvinden, waardoor we minder afhankelijk kunnen worden van de prestaties van de Duitse aandelenbeurs. De economische groei is echter nog kwetsbaar maar wellicht toch reeds voldoende robuust om enig beleggingsvertrouwen te laten terugvloeien naar de zwaar geteisterde Spaanse en Italiaanse aandelenmarkten, wat overigens in de laatste maanden onmiskenbaar al ten dele is gebeurd. Onze historische overwegingen in Duitsland (en Zweden) worden dan ook geleidelijk afgebouwd om onze onderwegingen in Spanje en Italië weg te werken.

Grafiek 2 : In volgorde **Evolutie van de Spaanse, Italiaanse, Duitse en Belgische aandelenmarkten (6 maanden)**



Voor de Zuidoost Aziatische markten blijft het “koffiedik kijken”. De heropstanding van deze legendarische beurzen moet immers worden ingeleid door een ommekeer in de vooruitzichten inzake de groei in China. De economische reus doorworstelt echter een moeizaam transformatieproces waarbij deze natie moet doorgroeien van een investeringsgedreven, lage loon-land (hetgeen het aaneenrijgen van instabiele “boom-bust” impliceert) naar een consumptiegedreven, meer schokbestendige, economie. Op zich is dit een haalbare kaart (tenzij intussen de vastgoedzeepbel uiteen zou barsten, maar de overheid neemt momenteel voldoende bewarende maatregelen om dit te voorkomen). Dit betekent wel dat investeringswinsten in Zuidoost Azië vooral in consumptiegerelateerde bedrijven moet worden gezocht. Vandaar ons accent in deze sector, natuurlijk.

In obligatieland blijven we momenteel erg voorzichtig (zonder het risico op abrupte rentestijgingen te overdrijven). De LT tarieven op obligatiemarkten zijn immers (nog steeds) zodanig laag dat ze bezwaarlijk nog enige compensatie voor risico inhouden, terwijl ook de tarieven in Ierland, Spanje en Italië in belangrijke mate zijn teruggevallen tengevolge van het wegebben van de eurozone crisis, de vorming van de Europese bankenunie en het macro-economische herstel in deze landen.