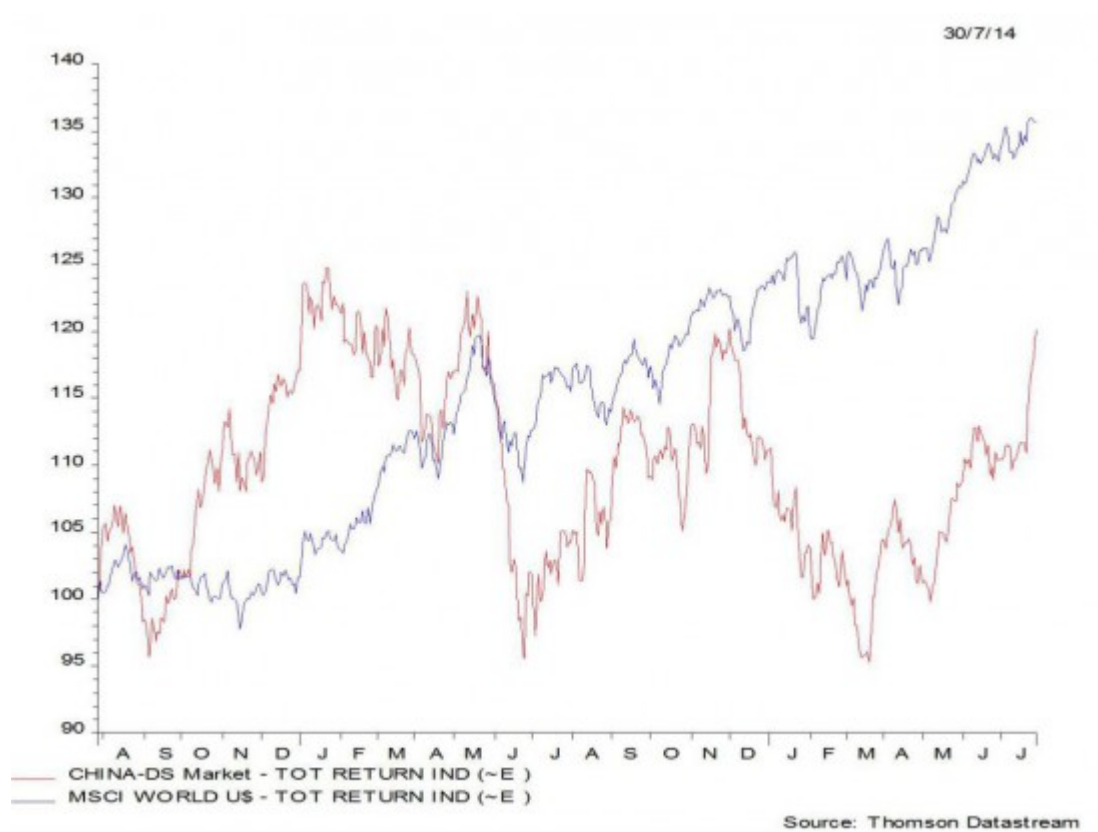


We waren het al een tijdje niet meer gewend: in lange rijen aanschuiven bij de afhaalchinese tussen andere enthousiaste beleggers die hun eerdere terughoudendheid blijken te hebben vervangen door een onbevagen hunker naar beleggingswinsten die uit deze contreien zouden moeten komen. Ze hebben er wel een tijdje op moeten wachten maar hun geduld wordt beloond. Of correcter gesteld: de substantiële achterstand die de Chinese beurs over de afgelopen twee jaar had opgelopen wordt met rasse schreden goedgeemaakt.

Grafiek 1: Evolutie van de Chinese beurs in vergelijking met de Wereldindex

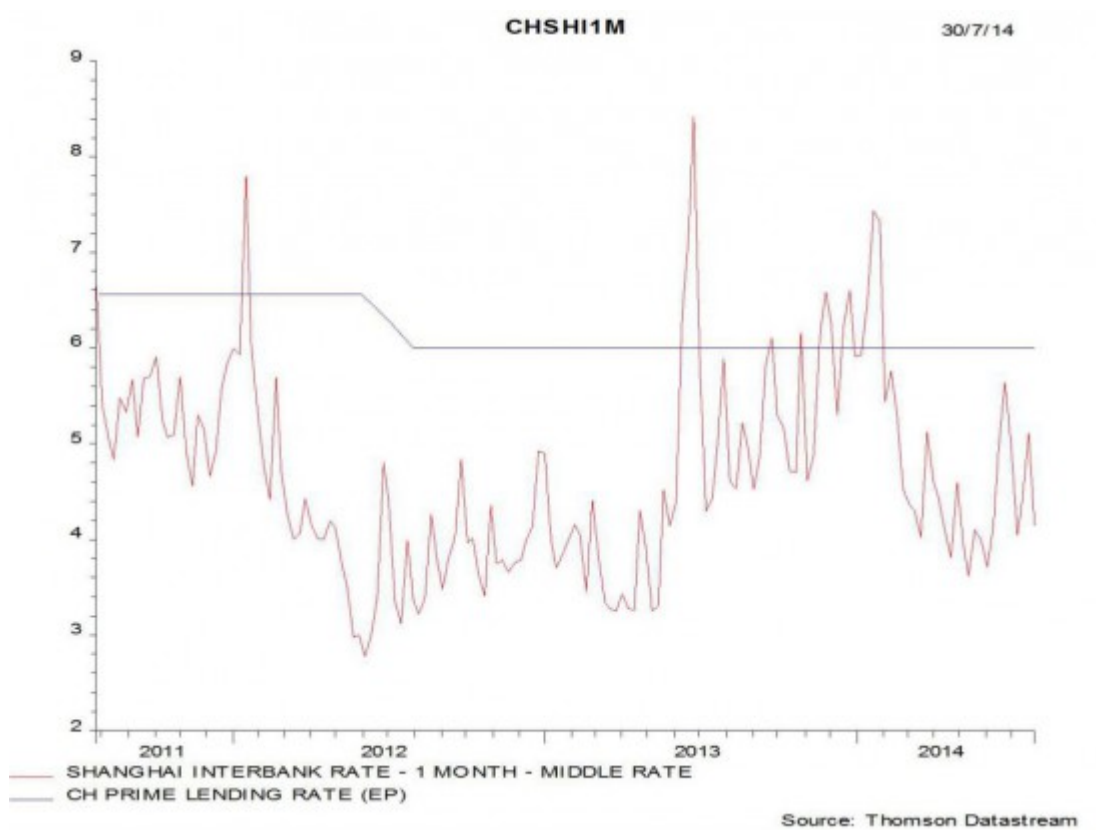


De Chinese beurs zette zijn herstelbeweging de laatste week nog flink wat kracht bij en wordt zo dit jaar zelfs een van de beter presterende beurzen op wereldvlak.

Het startschot voor deze opzienbarende heropstanding werd gegeven door de beter dan verwachte groeicijfers over het eerste semester van 2014. Dit behoeft weliswaar enige nuancering. Deze cijfers waren op zich maar lichtjes beter dan oorspronkelijk officieel werd vooropgesteld. Maar de beleggersgemeenschap had blijkbaar een veel pessimistischer beeld ingeschat waardoor de confirmatie van de officieel verwachte groeicijfers als een stevige ondersteuning werd beschouwd voor een meer optimistisch scenario. De kansen op de gevreesde “hard landing” werden plots veel lager geschat waardoor de beursgenoteerde Chinese bedrijven substantieel hogere niveaus mochten opzoeken.

Dit (tamelijk) positieve groeicijfer van de Chinese economie vervulde overigens het plaatje van een licht hernemende industriële groei, nadat eerder reeds de PMI- cijfers een wat stabielere indruk hadden nagelaten en (vooral) de lage algemene inflatie en dalende voedselprijzen aangaven dat indien de Chinese Overheid alsnog zou moeten ingrijpen met stimulerende maatregelen, zij hiervoor alle ruimte heeft. Zeker nu tegelijk ook de overtuiging groeit dat de zeepbel in de vastgoedsector meer onder controle lijkt te komen. We leiden dit laatste af uit de afnemende spanningen op de interbancaire markt. De recente evolutie van de geldmarkttarieven in China geldt als een duidelijke indicatie van het feit dat de overheid het minder nodig vindt om liquiditeit te onttrekken uit de geldmarkten.

Grafiek 2: Evolutie van de interbancaire rente (op 1 maand) in China



Indien deze liquiditeit – zoals in het verleden – dreigde afgeleid te worden naar de oververhitte vastgoedsector, dan zag de Centrale Bank zich verplicht om minder geldmiddelen te beschikking te stellen, waardoor rentetarieven vanzelfsprekend stijgen (en hierdoor de appetijt om in weinig rendabele vastgoedprojecten te beleggen zal afnemen). Dit is nu duidelijk niet meer het geval. Integendeel, de liquiditeit neemt terug toe, waardoor ook de Chinese industrie zich in ruimere mate en tegen een lagere kostprijs van de nodige financiering kan voorzien.

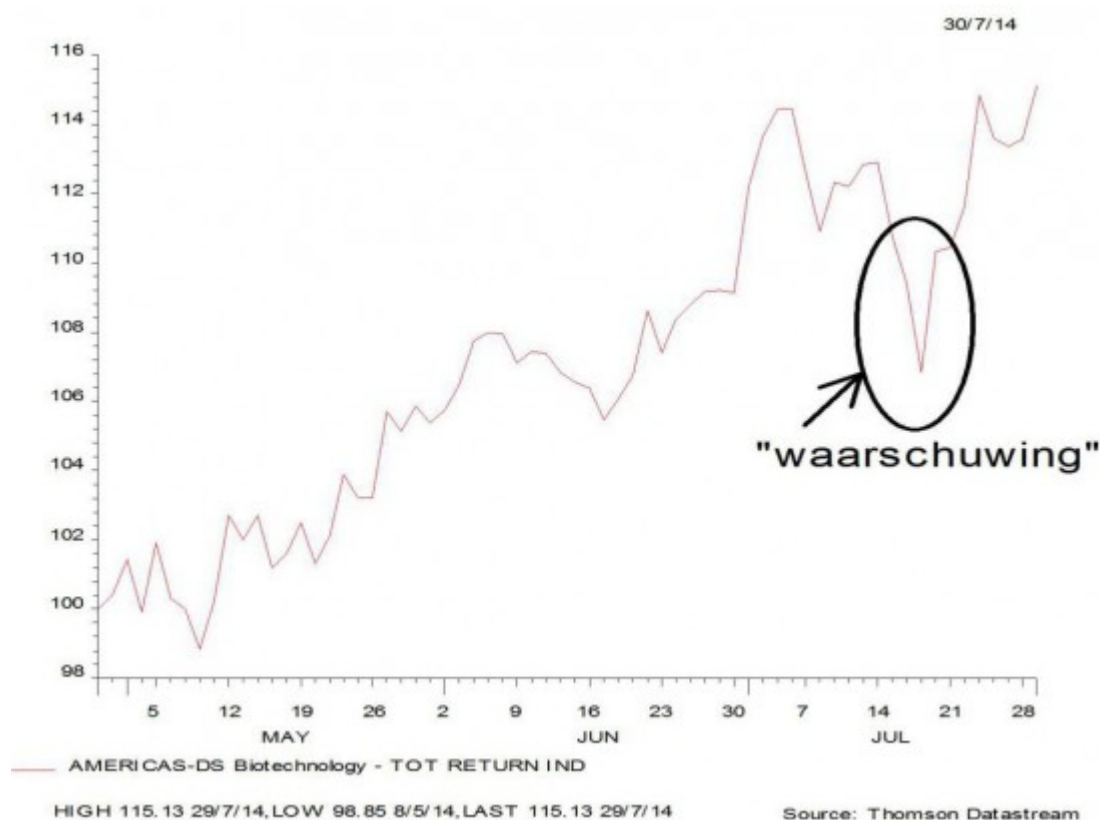
Zijn hiermee alle problemen van de baan? Zeker niet, maar de ontgoocheling over de (uitblijvende of tergend langzaam doorgevoerde) maatregelen om de industrie te ondersteunen, maakte intussen plaats voor de toenemende overtuiging dat de Chinese economie structureel voldoende hervormd is om – zonder bijkomende monetaire impulsen – haar legendarische groeipad terug te vinden. Of dit al dan niet terecht is, kan alleen de toekomst uitwijzen en zal in belangrijke mate worden bepaald door het geleidelijk wegebben van het gevaar van de zeepbel in de vastgoedsector.

Over zeepbellen gesproken: Fed-voorzitter Yellen trachtte zich de vorige weken wat te profileren als een soort “zeepbel-waarschuwer van wacht” (om de eventuele kritiek voor te zijn dat ze te weinig zou hebben gedaan aan speculatief opgedreven aandelenkoersen die bij hun instorting een negatieve impact kunnen hebben op het investeringsvertrouwen). Ze viseerde hierbij erg nadrukkelijk de biotechnologiesector die de laatste jaren inderdaad een bijzondere groei heeft gekend en waarvan de koers-winstverhouding intussen een niveau heeft bereikt die de vergelijking met traditionele inschattingniveaus niet meer kan doorstaan.

Yellen dacht hiermee een gemakkelijk slachtoffer te hebben gevonden. Aandelenbeleggers in deze sector zijn sowieso niet erg geïnteresseerd in de standpunten van haar Democratische partij en deze sector is weliswaar erg reseach- en

kapitaalintensief maar creëert geen massale werkgelegenheid. Na een dergelijke, ongewone en negatieve uitspraak van een Fed-Voorzitter kon het overigens niet anders dan dat er bij de biotechnologiewaarden een stevige snoekduik ontstond. Maar intussen sloeg de sector terug zoals het hoort: met overtuigende cijfers. De winstcijfers van Biogen (een belangrijke trendsetter) verpulverden alle verwachtingen en joegen het aandeel 11 % hoger, met in het zog de volledige sector die hiermee overtuigend kon herstellen van de gratuite oplawaai die de Fed-Voorzitter hem had verkocht.

Grafiek 3: Evolutie van de Amerikaanse Biotechnologie-index

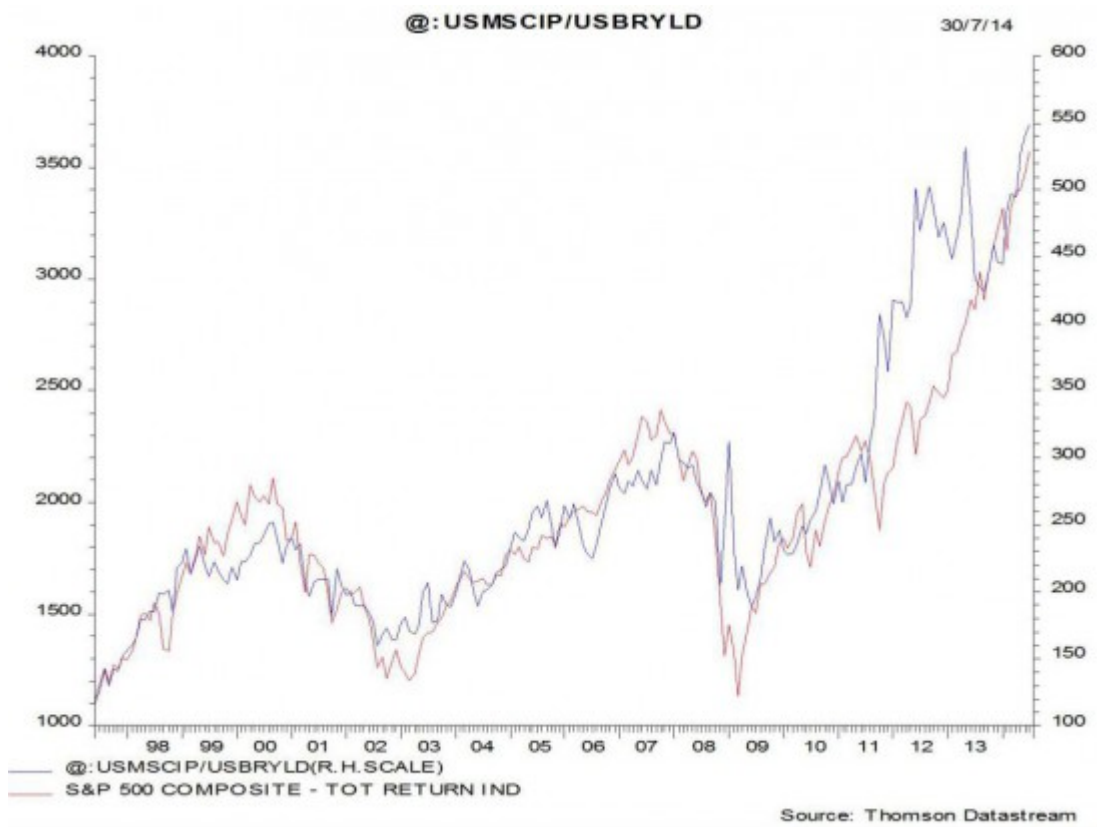


Dat Yellen zich op deze manier "interessant" tracht te maken, dateert nog van de vroegere gloriejaren van een van haar illustere voorgangers, Alan Greenspan. Die kreeg in 1996 het bezoek van twee notoire professoren, John Campbell (Harvard) en Robert Shiller (Princeton en recente Nobelprijswinnaar). Ze schotelden de Fed-Voorzitter een onheilspellende grafiek voor waarbij de verhouding tussen de aandelenprijzen en hun dividendrendement in 1929 werd vergeleken met de evolutie van deze verhouding in 1996. Hun conclusie was dat aandelen veel te duur waren geworden en "crashiaanse" niveaus hadden bereikt. Vermits deze grafieken in de populaire pers druk werden becommentarieerd kon Greenspan niet anders dan aan zijn Fed-troepen de vraag te stellen om dit in detail te onderzoeken. Op 6 december 1996 om precies te zijn, stelde hij in zijn gekende welluidende stijl de vraag of aandelenkoersen inderdaad het niveau van "irrational exuberance" hadden bereikt.

Maar de conclusie van zijn medewerkers was vreemd genoeg voor één keer eenduidig: de financiële markten schatten het winstpotentieel van de Amerikaanse aandelen vrij correct in. Het zou overigens pas in 2000 verkeerd lopen, nadat de S&P-index nog 60 % verder was gestegen ...

We maakten voor u deze eenvoudige maar coherente berekening nog eens opnieuw.

Grafiek 4: Het Fed-model voor Amerikaanse aandelenkoersen



Ook nu lijkt het algemene koersniveau (rood) in lijn te liggen met de verhouding tussen bedrijfswinsten en rentetarieven (weergegeven door de blauwe lijn). Dat deze rentetarieven erg laag liggen, is overigens toe te schrijven aan het volgehouden agressieve beleid van de Amerikaanse bank.

Daar waar de Amerikaanse beurs gedreven wordt door de combinatie van toenemende bedrijfsresultaten en lage rentetarieven, kan Europa (behalve Duitsland en Zweden) enkel rekenen op de extreem lage langetermijnrente. De ontwikkeling hiervan wordt vooral in de hand gewerkt door afnemende inflatieverwachtingen die steeds nadrukkelijker wijzen op toenemend deflatiegevaar. (Wat zich overigens al in Spanje aan het realiseren is.)

Grafiek 5: Evolutie van de verwachte inflatie in de eurozone op 1 en 5 jaar

