

Smijt niet te snel een (flinke) kassei in de richting van uw weerman of -vrouw. Deze is immers slechts in beperkte mate verantwoordelijk voor dit ultraslechte weer. Richt uw projectielen vooral op de brede schare van analisten die u met hun jarenlange negatieve houding de kans hebben ontnomen om u bij dit koude weer op te warmen voor de beursschermen waar momenteel het ene record na het andere sneuvelt, zowel op de aandelen- als de obligatiemarkten.

Ook bij de ergerlijkste plensbui blijkt dit telkens opnieuw een aangename ervaring.

Toegegeven, 2008 was dan weer geen prettige periode op de beurzen en 2011 was dat al evenmin – maar beide spectaculaire inzinkingen hadden hun specifieke oorzaak en aanleiding en geen van deze risicofactoren staat momenteel op de radar – Het blijft altijd uitkijken natuurlijk, want dat kan snel veranderen maar dat is nog geen excuus om telkens met veel nadruk op potentiële gevaren te wijzen en de effectieve opportuniteiten uit de aandacht te houden.

Maar een negatief verhaal verkoopt altijd veel vlotter, vandaar dat weinig analisten die hun verhaal in de pers kwijt willen, het risico willen nemen om zich aan een positieve voorspelling te gewagen – het moest maar eens tegenslaan, dan sta je daar als voorwerp van publieke spot. Daarenboven brengt toch niemand de gemiste opportuniteiten in kaart, zodat u stelselmatig overdonderd werd en wordt met negatieve analyses – Indien u deze heeft gevolgd, dan heeft de resulterende houding u intussen veel meer gekost dan alle potentiële belastingverhogingen en besparingsmaatregelen in het verleden of de toekomst dat ooit kunnen doen.

Je moet als analist natuurlijk de inspanning willen doen om een objectieve, wetenschappelijk onderbouwde analyse te maken en de moed hebben om consequent de resultaten hiervan door te geven. Positief of negatief.

Onze analyse werd gematigd positief toen eind 2011 de omstandigheden dramatisch wijzigden na de doortastende ingrepen van de ECB en de stabilisatie van de vastgoedmarkt in de VS.

Hierdoor konden de rentevoeten scherp afnemen en kreeg de zwaar gehavende economie de kans zich te herstellen. In de VS kon dit tot volle ontplooiing komen (op enkel stuip trekkingen na ...), hetgeen zich vertaalde in toenemende bedrijfsresultaten. Deze verhoopte ontwikkeling speelt zich daarenboven af tegen een achtergrond van afnemende werkloosheid en lage inflatie zodat de Amerikaanse Regering de kans niet onbenut laat om de economie (nog) verder aan te zwengelen met als (terechte) reden dat de agressieve monetaire politiek wel degelijk werkt en de werkloosheid nog verder kan worden teruggedrongen, zonder dat deze politiek al te veel (inflatie)gevaar veroorzaakt.

Europa komt echter veel minder snel uit de startblokken, vooral omdat de opgelegde besparingen de inspanningen om de economie op een hoger groeipad te brengen in belangrijke mate neutraliseren. Maar deze besparingen zijn helaas nodig en nuttig in het kader van de stabilisatie van de eurozone. De kritiek op het Spartaanse begrotingsbeleid is vanzelfsprekend begrijpelijk maar is tegelijk ook simplistisch: Een ontredde eurozone zoals in 2010-2011 zou immers oneindig veel meer kosten.

Ondanks de schitterende beursprestaties blijkt de munitie van de negatief gestemde analisten nog niet te uitgeput te zijn. Dit is vooral het gevolg van een eindimensionale kijk op financiële markten. Men gaat daarenboven verkeerd uit van een positief verband tussen economische groei en beurs – en vermits er alleszins in Europa vooralsnog weinig sprake is van een betekenisvolle conjuncturele opleving, kan er vandaar weinig ruimte zijn voor een vooruitgang op de aandelenmarkten. Vermits de beurzen toch vooruithollen, kan dit niet anders betekenen dan dat er zich ernstige donderwolken beginnen op te stapelen – tenzij de redering niet klopt, natuurlijk ...

Beurzen zijn immers echter complexer dan dit. Beurskoersen worden immers gevormd door de combinatie van bedrijfsresultaten, rentevoeten en risicoaversie. Een toename van de bedrijfswinsten, dalende LT-rente en afnemende risicoaversie leiden gegarandeerd tot een aanhoudende reeks van hoogtorecords, zoals dit zich nu voordoet in de VS.

Maar ook een scenario met stagnerende bedrijfswinsten (zoals in Europa), in een context van scherp dalende rentevoeten is reeds voldoende om beurzen te ondersteunen, maar de evolutie zal vanzelfsprekend minder uitgesproken zijn dan in het eerste geval. Zeker wanneer we hieraan moeten toevoegen dat de risicoaversie bij de Europese belegger lichtjes is toegenomen, hetgeen de vereiste risicopremie verhoogt en vandaar de aandelenkoersen wind uit de zeilen neemt. Deze

toename van de risicoaversie is niet onbegrijpelijk tegen een achtergrond van onzekerheid over de economische herleving en toenemende spanningen aan het "oostfront". Enerzijds weegt deze context op de Europese beurzen, anderzijds schetst dit ook het resterende koerspotentieel van de Europese aandelen indien de bedrijfswinsten wel degelijk beginnen aan te trekken en de rentetarieven -zoals Draghi onlangs nog aangaf- zeer laag zullen blijven.

Onthoud vandaar het volgende eenvoudige mnemotechnische regeltje om de evolutie op aandelenmarkten te evalueren:  $dp \sim -20*(dR + dRP - dg)$

$dP$  staat hier voor koerswijzigingen,  $dR$  staat voor rentebeweging,  $dRP$  duidt op de wijziging in de vereiste risicopremie en  $dg$  duidt op verwachte wijzigingen in de economische groei (die zich vertalen in bedrijfsresultaten).

Dit verklaart meteen ook de goede gang van zaken op de Amerikaanse aandelenmarkten. De rente daalt ( $dR$  is dus negatief), de risicopremie neemt af ( $dRP$  is dus ook negatief) en de economische groei trekt verder aan ( $dg$  is dus positief). Vandaar dat  $(dR+dRP-dg)$  een substantieel negatief getal vormt. Dit getal wordt vervolgens vermenigvuldigd met  $(-20)$ . Dit laatste getal houdt overigens om een wiskundige reden verband met de reciproque van het verwachte dividendrendement.

Een negatief getal vermenigvuldigen met een negatief getal resulteert in een positief getal ... en laat deze positieve resultante nu precies de Amerikaanse beurskoersevolutie zijn ...

*I love it when a plan comes together.*

(P.S. Tip voor een regenachtige vakantiedag: Vul zelf je scenario eens in, in het bovenstaande formuleetje en voorspel zozelf waar de beurzen de komende maanden naartoe zullen evolueren.)