

De volatiliteit op de wereldbeurzen is de laatste dagen sterk opgelopen uit vrees voor een verdere afkoeling van de wereldeconomie. Op zich is dit laatste zelfs helemaal geen nieuws maar de vrij abrupte terugval in Duitsland en de zeer sombere toon van het recente IMF-rapport vormden de aanleiding tot een doorgedreven test van de waarderingniveaus van de aandelenmarkten.

In anticipatie hiervan hadden we reeds de aandelenpercentages in onze portefeuilles enigszins laten verwateren, zonder echter radicaal in te grijpen. Enerzijds omdat we nooit overdreven hebben bij het nemen van dergelijke posities en in de afgelopen maanden op onze hoede zijn gebleven voor de plots teruggekeerde populariteit van de groeiemarkten. Anderzijds vooral toch ook omdat er fundamenteel niets is gewijzigd aan ons uitgangspunt: Zwakke economische groei in Europa, matige groei in de groeielanden en stevige vooruitgang in de VS.

Vooral dit laatste vormt echter een paradoxale positionering. De groei van het Amerikaanse BBP zou van dien aard kunnen zijn dat de Centrale Bank het nodig zou kunnen achten om haar rentebeleid proactief om te gooien om hiermee de toekomstige economie te vrijwaren van inflatie. Tegen een achtergrond van een verzwakkende wereldeconomie zou dat echter een onnodig brutale afkoeling van de bedrijfsactiviteit kunnen veroorzaken. Dit is echter een overbodige bezorgdheid. Gelet op de Amerikaanse inflatievooruitzichten is er geen enkele reden waarom de Fed te snel haar rentetarieven zou optrekken. Vergeet hierbij niet dat de Fed (in tegenstelling tot haar Europese collega) een dubbele doelstelling heeft: Inflatie bestrijden en werkgelegenheid creëren. De politieke constellatie is van dien aard dat de zittende Regering er alles aan zal doen om met minder werkloosheid de komende verkiezingen (november 2014 én 2016) tegemoet te treden.

Een twistpunt tussen beursanalisten blijft echter het toekomstige groeipad van de Amerikaanse bedrijfsresultaten: De ene groep wijst op de expansie van de marges die zich in de voorbije jaren heeft voltrokken en bezwaarlijk nog meer winst kan genereren op deze niveaus. De andere groep wijst erop dat de bedrijfswinsten weliswaar in de voorbije jaren voortgedreven zijn geweest door margeverbeteringen (als resultaat van verregaande cost-cutting en andere efficiëntiemaatregelen) maar in de komende periode nog kunnen versnellen door volumestijgingen omwille van de onmiskenbare vooruitgang van de Amerikaanse economie. Dit laatste wordt verder kracht bijgezet door de massale inkoopprogramma's van eigen aandelen, waardoor de winst per aandeel in de toekomst moet toenemen. We volgen zeer nadrukkelijk deze tweede school maar zijn er natuurlijk niet blind voor dat een verzwakte wereldeconomie en een stijgende dollar dit scenario tijdelijk onder druk zullen zetten.

De lethargische groei in de Eurozone, waar de markten nu plots de nadruk opleggen, was voor ons geen verrassing. Alle vooruitlopende conjuncturele indicatoren wijzen al maanden in deze richting en vereisen een volgehouden stimulerend beleid. De scherpe bewoordingen van sommige economen in de richting van de opgelegde besparingen, die een molensteen rond de nek van de Europese economie vormen, zijn grotendeels ten onrechte. Zonder deze besparingen zou de Eurozone geïmplodeerd zijn onder zijn onderlinge, interne efficiëntieverschillen (met apocalyptische gevolgen) en ook de Duitse economie sputtert zeer nadrukkelijk terwijl Duitsland zeker niet expliciet gebukt gaat onder de besparingen.

De zeer lage rente en volgehouden monetaire stimulering zullen uiteindelijk hun werk doen, ook al vormt dit een zeer traag proces, deels door de ondoordachte politiek van de bancaire regelgever.

Vanuit beursperspectief is het vooral belangrijk om de evolutie van de verwachte Europese bedrijfsresultaten te monitoren. En precies hier merken we voor het eerst in jaren een positieve kering voor het gros van de Europese landen. De combinatie van deze evolutie met de blijvend lage rente is voldoende om onze posities niet overdreven af te bouwen. De druk op de aandelenkoersen neemt echter vooral toe door de (opnieuw) oplopende risicoaversie van beleggers, die vanzelfsprekend gevoed wordt door de toenemende onzekerheid over de onmiddellijke economische toekomst.

We volgen deze evoluties zeer nadrukkelijk op en zullen meer radicale ingrepen in de positionering van onze portefeuilles doorvoeren indien de parameters waarop onze conclusies zijn gesteund zouden wijzigen.



Nerveuze markten