

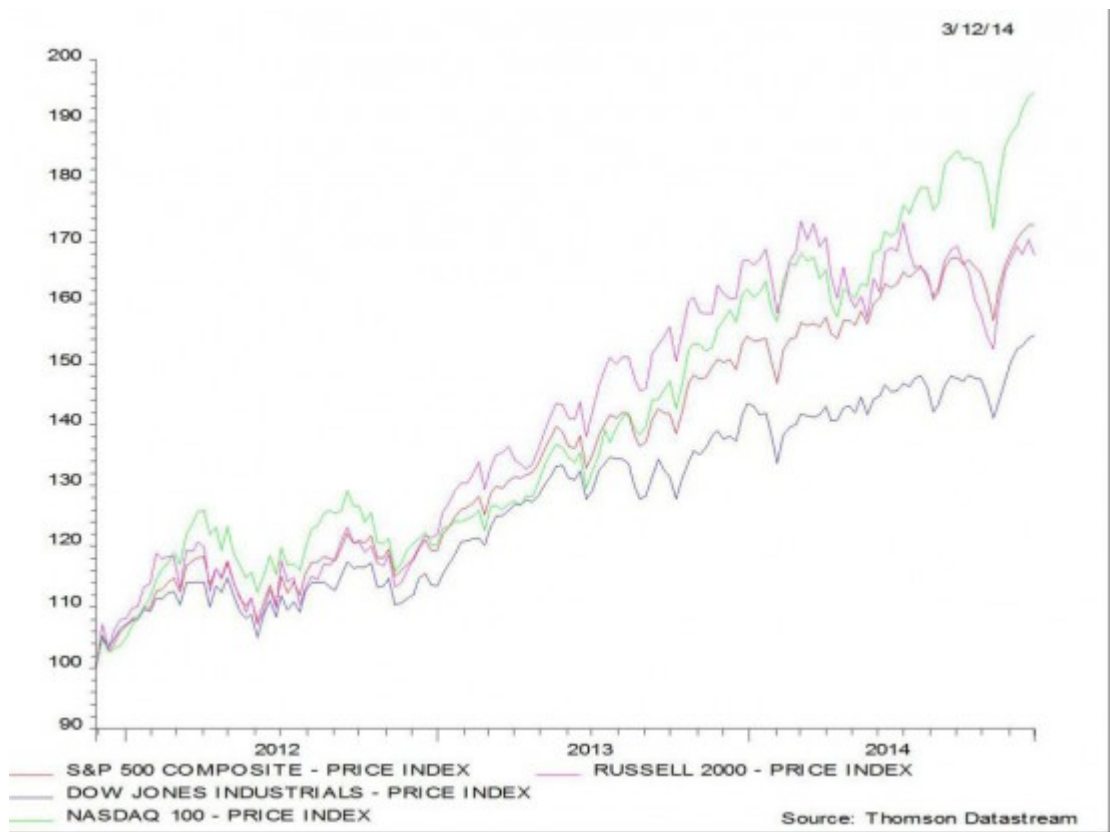
In beleggingsland kijkt men bij dit gevaarlijke manoeuvre best eerst in westelijke richting, gevolgd door een snelle blik oostwaarts en vervolgens snel nog eens opnieuw naar het Westen alvorens over te steken. Zelfs dan is volledige veiligheid niet gegarandeerd maar het helpt wel natuurlijk, om het gevaar enigszins te anticiperen.

Aan de westelijke kant lijkt alleszins weinig te duiden op imminent gevaar: De bedrijfsresultaten evolueren beter dan verwacht (terwijl de verwachtingen op zich al hooggespannen waren). De rentevoeten blijven laag, ondanks de sterke conjunctuur. Dit laatste werd opnieuw bewezen op basis van het laatste ISM-cijfer voor de Amerikaanse industriële sector, waarbij vooral de versnelling in bestellingen, de afname van de voorraden en de opbouw van leveringstijden wijzen op een stijgende binnenlandse vraag. De monetaire politiek die de Amerikaanse overheid over de afgelopen jaren heeft doorgevoerd, mag dan ook voor 100% als geslaagd worden beschouwd, ook al hebben Yellen en haar ploeg wel de nodige dosis geluk gehad, hetgeen we graag omschrijven als “das Glück des Tüchtigen”. De beslissingen waren immers bijzonder moedig en verdienden het gelukkige toeval dat intussen de grondstoffenprijzen sterk afnamen, met vooral voedsel- en energieprijzen in de hoofdrol, die momenteel ieder opwaarts potentieel aan inflatie ontnemen.

De Verenigde Staten van Amerika blijven voor ons dan ook bij uitstek de “emerging market” van de toekomst, met een gezonde demografische groei (deels intern, deels immigratie) en een nadrukkelijk accent op efficiëntie in het productieapparaat. Dit laatste garandeert kwaliteitsverbeteringen en innovatie bij het eindproduct, wat margeverbreeding en dus ook toenemende bedrijfsresultaten toelaat, wat op zijn beurt investeringen uitlokt, werkgelegenheid creëert en stijgende lonen toelaat. Op zijn beurt weer goed voor een toename in consumptieve bestedingen ...

Toch vormt een dergelijk scenario geen 100% garantie dat ook de beurzen hun opwaartse beweging zullen verder zetten. Het is immers al welletjes geweest, met het zoveelste record van de diverse Amerikaanse beursindices op rij over een relatief korte periode.

Grafiek 1: Evolutie van de Amerikaanse beursindices



De sterk gestegen koersen hebben vanzelfsprekend de risicopremie verlaagd en hierdoor de risicobuffer die was ingebouwd in de beurskoersen na de crisis van 2008 in belangrijke mate verminderd. De (verwachte) risicopremie bevindt zich echter nog een flink stuk boven het precrisisniveau maar dat is in belangrijke mate te wijten aan de uitgesproken rentedalings. Deze laatste beweging lijkt in de VSA echter op zijn einde te lopen, zodat vandaar enige reserve wordt ingebouwd over de toekomstige evolutie van de Amerikaanse aandelenindices. Verdere opwaartse steun moet immers niet meer direct worden verwacht van rentedalings of verdere afname van de (verwachte) risicopremie en kan enkel nog komen van een verdere toename van de bedrijfsresultaten. Maar deze lijken ook hun maximale groeivoet te hebben bereikt, althans volgens de meeste waarnemers.

Hier verschillen we echter zeer uitgesproken van mening met de consensusverwachting. De evolutie van de ISM-index lijkt ons immers te suggereren dat we ons nog aan een nieuwe groeispurt inzake ondernemingswinsten mogen verwachten. Dit geeft meteen ook het meest uitgesproken accent (en dus ook risico ...) van onze strategie aan. We blijven immers Amerikaanse aandelen sterk overwegen in onze asset allocatie.

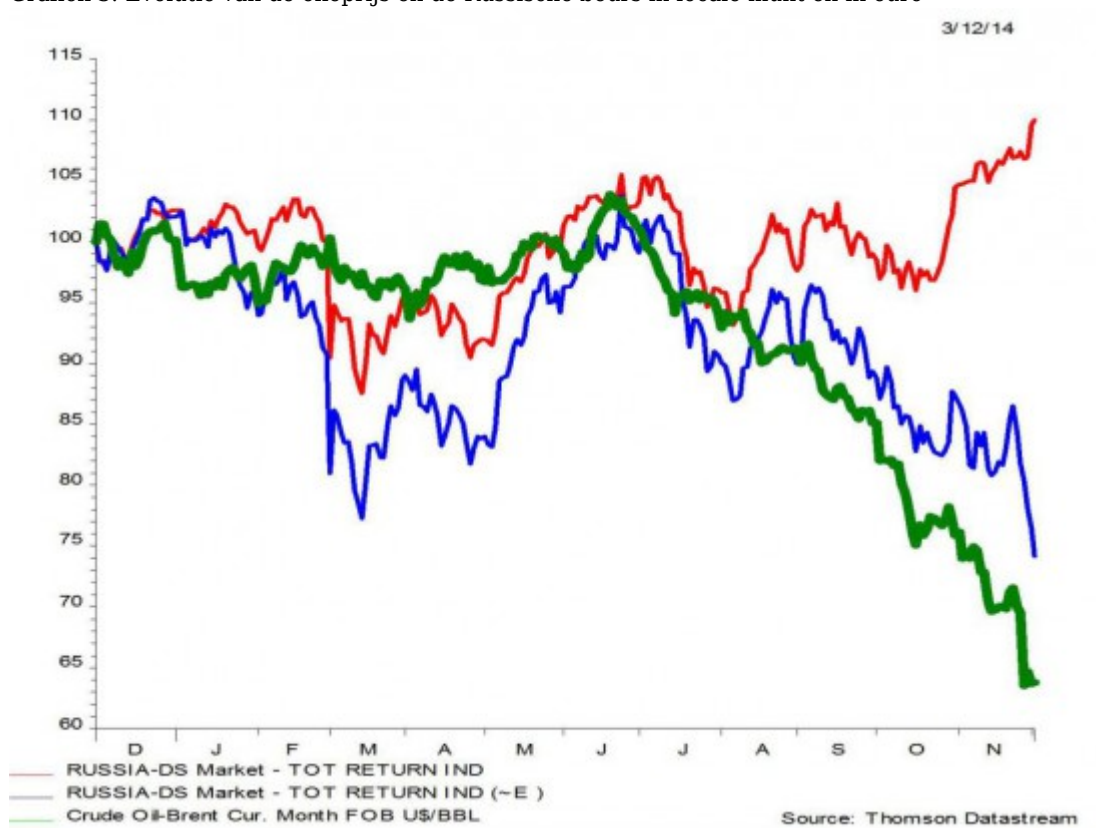
Grafiek 2: Evolutie van de ISM-index en de jaarlijkse groeivoet van bedrijfsresultaten.



Op het zebrapad, de blik dan vervolgens oostwaarts richten ...

Waarbij we onvermijdelijk door het Russische rampgebied moeten trekken. De opeenvolging van economische sancties in combinatie met de sterke terugval in de olieprijs, drijft de Russische financiële markten naar (veel) diepere regionen. Toch moet ook hier enige nuance worden gehanteerd: de Russische beurs op zich doet het nog redelijk goed in lokale munt, maar vanuit Europees en Amerikaans perspectief moet de scherpe terugval in de wisselkoers in rekening worden gebracht. Wanneer de evolutie van de roebel mee in kaart wordt gebracht, dan valt het koersniveau van de Russische beurs in zeer uitgesproken mate terug. Merk in grafiek 3 ook de grote samenhang op tussen de val in de Russische wisselkoers en de evolutie van de olieprijs.

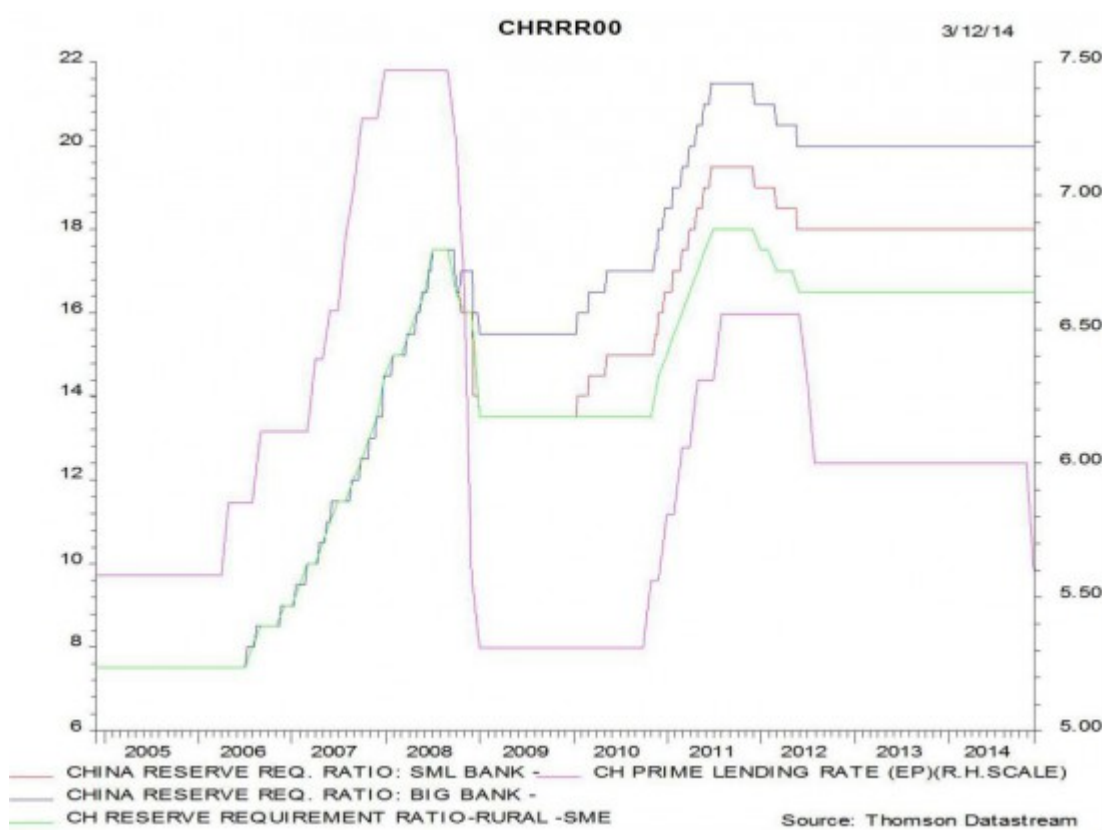
Grafiek 3: Evolutie van de olieprijs en de Russische beurs in lokale munt en in euro



Met hun tactische zet om de olieprijs (enigszins) naar beneden te brengen, lijken de Saudi's zich dan ook in de voet te hebben geschoten. Met lagere olieprijs hoopten ze immers de wind uit de zeilen te nemen van de zeer succesrijke schaliegasontwinning in de VS. Lagere olieprijs zullen inderdaad de rendabiliteit van de "frackers" wat verlagen maar bij een prijs boven de \$ 50 per vat vormen een belangrijk aantal van hen nog steeds een alternatief voor petroleum. De VS doorzagen dit manoeuvre en bevoorraden de markt nu massaler dan ooit met olie, in een poging de olieprijs nog lager te drukken. Kwestie van vijand nummer 1 en nummer 2 een fatale opdoffer toe te brengen. Iran en Rusland zijn immers de voornaamste slachtoffers van lagere olieprijs. (Nigeria trouwens ook, omwille van het feit dat hun olie inzake structuur het meest lijkt op Amerikaanse olie uit Dakota, die nu massaal aan de markt wordt aangeboden - "collateral damage", zou Generaal Schwarzkopf dit genoemd hebben.)

Verder oostwaarts dan maar, waar de Chinese beurs een forse opwaartse klim mocht ondergaan na de onverwachte rentedaling. Toch voelen we ons in deze contreien nog steeds niet volledig op ons gemak. De meest recente conjunctuercijfers in China waren immers ronduit ontgoochelend, zodat de motivatie voor de doorgevoerde rentedaling niet enkel gebaseerd lijkt te zijn op een poging om de koersstijging van de yuan tegen de yen af te stoppen. Maar indien het de Chinese Overheid inderdaad menens zou zijn met stimuleringsmaatregelen, waarom verlagen ze de reservecoëfficiënten van hun banken dan niet? Wat baat het om rentedalingen door te voeren wanneer de hoeveelheid te verstrekken kredieten beperkt blijft? De impact is dan immers slechts marginaal.

Grafiek4: Reservecoëfficiënten van de Chinese banken en het officiële rentetarief



Genoeg om onze allocatie in Aziatische waarden in het algemeen en China in het bijzonder wat te verhogen, maar we blikken liever terug westwaarts voor échte overwegingen.

En Europa dan? Afwachten, zonder overwegingen. We geraken immers stilaan wat gegeneerd door het feit dat de hoop op economische groei steeds opnieuw gebaseerd is op nieuwe, aandoenlijke pogingen van de ECB om via liquiditeitsvoorzieningen de economische activiteit aan te zwengelen.

Deze goede bedoelingen ten spijt zullen de (terechte) besparingen in de eurozone, in combinatie met het terugschroeven van de hefboomen in de financiële sector en de verplichte opbouw van het kapitaal van de banken de economie van de eurozone nog een tijdje aan de grond houden.

Een wrede straf voor het feit dat de eurozone zich typeert door een te grote afhankelijk van haar bedrijven van bancaire kredieten, op zich het gevolg van de decennialange minachting van de meeste Europese politici voor de ontwikkeling van efficiënte financiële markten.