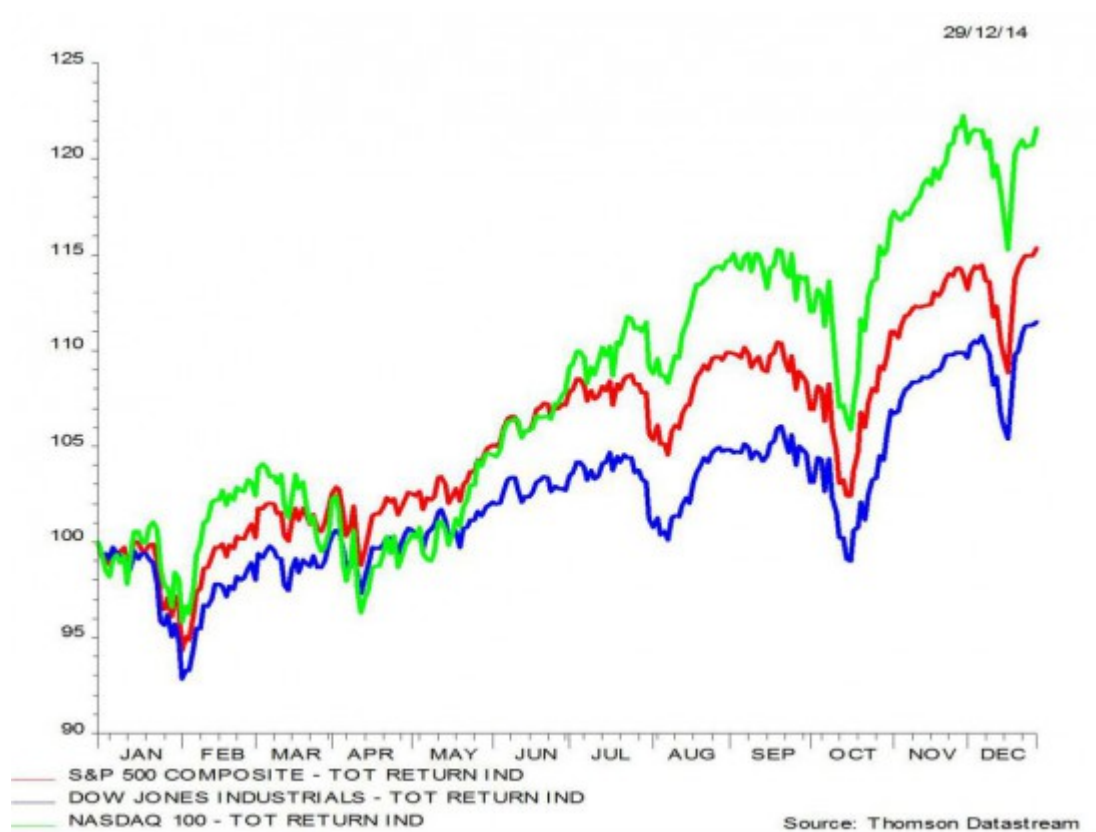


Hopelijk zal onze muzikale held het ons vergeven wanneer we zijn teksten af en toe gebruiken (soms zelfs onbewust ) om toch het licht te zien in de immer troebele omgeving van de financiële markten. Het helpt ons telkens weer om aan de verleiding te weerstaan om, zoals in de populistische pers, voortdurend een vermanend vingertje op te steken en te wijzen op de nakende afgrond. Net zoals onze Vlaamse bard hebben we dit negatieve toekomstbeeld al lang achter ons gelaten, ergens in de duistere jaren '70, waar een dergelijk gedachtegoed thuishoort.

In dit concrete geval vragen we ons nadrukkelijk af wat 2015 ons op beleggingsvlak te brengen heeft en meer bepaald hoe hoog de Amerikaanse aandelenbeurs zich nog kan tillen, na in 2014 het vijftigste record (en dit getal slechts bij wijze van ruwe benadering) te hebben neergezet. Hopelijk zult u toegeven dat we een dergelijke recordrace op Wall Street reeds lang hadden vooropgesteld.

Grafiek 1: Evolutie van Amerikaanse Beursindices sinds 01-01-2014 in US \$



*Young man, go West ...*

Het was overigens deze keer ook niet eens zo moeilijk om een topbeurs te selecteren. Aandelenkoersen reageren immers op de combinatie van (slechts) drie variabelen: het verwachte groeipad van bedrijfswinsten, het niveau van de langetermijnrente en de risicoaversie. Deze laatste variabele bepaalt uiteindelijk hoeveel risico een investeerder bereid is op te nemen, hetgeen een functie is van het optimisme over de toekomstige evolutie van economische groei. Deze drie variabelen wezen in de afgelopen periode zeer eenduidig op een ideale constellatie voor de Amerikaanse aandelenbeurzen: hogere bedrijfswinsten, lagere rente en afnemende risicoaversie.

Dankzij een doortastend stimuleringsbeleid kon de Amerikaanse economie vrij snel uit het dal klimmen dat gegraven werd door het onvoorzichtige beleid in de financiële sector, hetgeen overigens minstens evenveel de schuld was van het speculatieve gedrag van de Wall Street-bankiers, als van kortzichtige politici die de huizenmarkt als een hefboom voor hun

populariteit gebruikten en ondoordachte regelgevers die risicodragend gedrag aanwakkerden met inadequate regelgeving.

Maar de economie herstelde zich wonderwel, *corporate America* kon vrij snel terug hogere winsten boeken, boven de (kunstmatig opgeklopte) recordniveaus van 2007, en de rentevoeten daalden naar een dieptepunt, hetgeen - in tegenstelling tot Europa - van aard was om de bouwsector aan te zwengelen, werkgelegenheid te creëren en de consumptieve bestedingen terug op gang te trekken. De aandelenbeurzen klommen vandaar gezwind boven hun eerdere records en konden de nieuwe piekniveaus telkens met gemak verdedigen. Meer zelfs, iedere vorige topprestatie vormde een springplank voor een volgende klim.

Grafiek 2: Evolutie van Amerikaanse Beursindices sinds 01-01-2005 in US \$



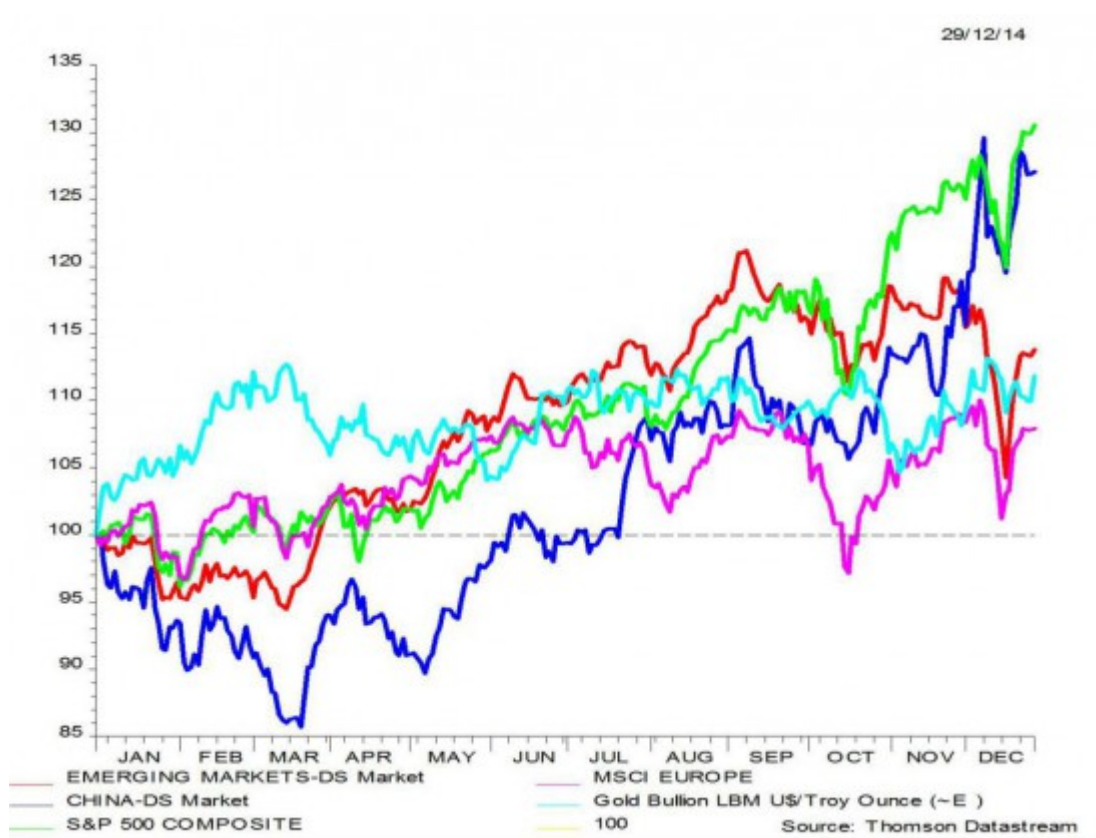
Toegegeven, aan deze opwaartse beweging ging de nodige dosis geluk vooraf. Het klassieke patroon bij een agressief stimulerend monetair beleid, zoals de Amerikaanse Centrale Bank sinds 2009 aan haar economie oplegt, geeft aan dat de voordelen hiervan snel terug worden uitgeveegd door stijgende inflatie met als gevolg dat de monetaire overheid deze evolutie achterna moet hollen en dient af te stoppen met abrupte rentestijgingen die uiteindelijk meer kwaad dan goed doen.

De traumatische ervaringen van het stimulerende economische beleid op het einde van de jaren '60 zitten nog diep ingebakken in het denkpatroon van de Amerikaanse centrale bankiers. Te laat komen om de ontwikkeling van inflatie af te remmen - of zoals het in het vakjargon wordt omschreven "To fall behind the curve" - zou onvergeeflijk zijn, temeer omdat onder President Bush Senior dezelfde fout werd gemaakt, hetgeen tot een waar bloedbad op de obligatiemarkten aanleiding gaf in 1994. Vandaar dat Fedvoorzitter Bernanke reeds in mei 2013 op de monetaire rem wilde gaan staan. Maar de Amerikaanse regering durfde toch dit risico te nemen, temeer omdat iedere Amerikaanse politicus met enige scholing ook de monetaire vergissingen kent die tijdens de Grote Depressie werden gemaakt. In 1937 begon men immers veel te snel de monetaire stimulansen af te bouwen, met als gevolg dat de economie terug in een recessie weggleed. En

misschien vertoonde de Amerikaanse economie in 2011 meer gelijkenis met de situatie in 1937 dan met deze in 1968 (met sterke stijgingen van de binnenlandse vraag en een onvoorziene ophoping van staatsschuld om de Vietnam-oorlog te financieren) of met de economie in 1993, toen in de voorafgaande jaren de economie onnodig sterk werd gestimuleerd om de zeer tijdelijke recessie van 1991 te bestrijden)? En gelijk hadden ze overigens, bij de Fed ...

Toch werden, ondanks hun glansprestatie, de Amerikaanse beurzen nog ei zo na voorbij gespurt door de (domestieke) Chinese beurzen maar de Europese markten en de algemene returnindex van de groeielanden bleven op respectabele afstand.

Grafiek 3: Evolutie van de returnindex in euro van de VS, China, Europa en groeielanden



Maar wat brengt 2015 ...

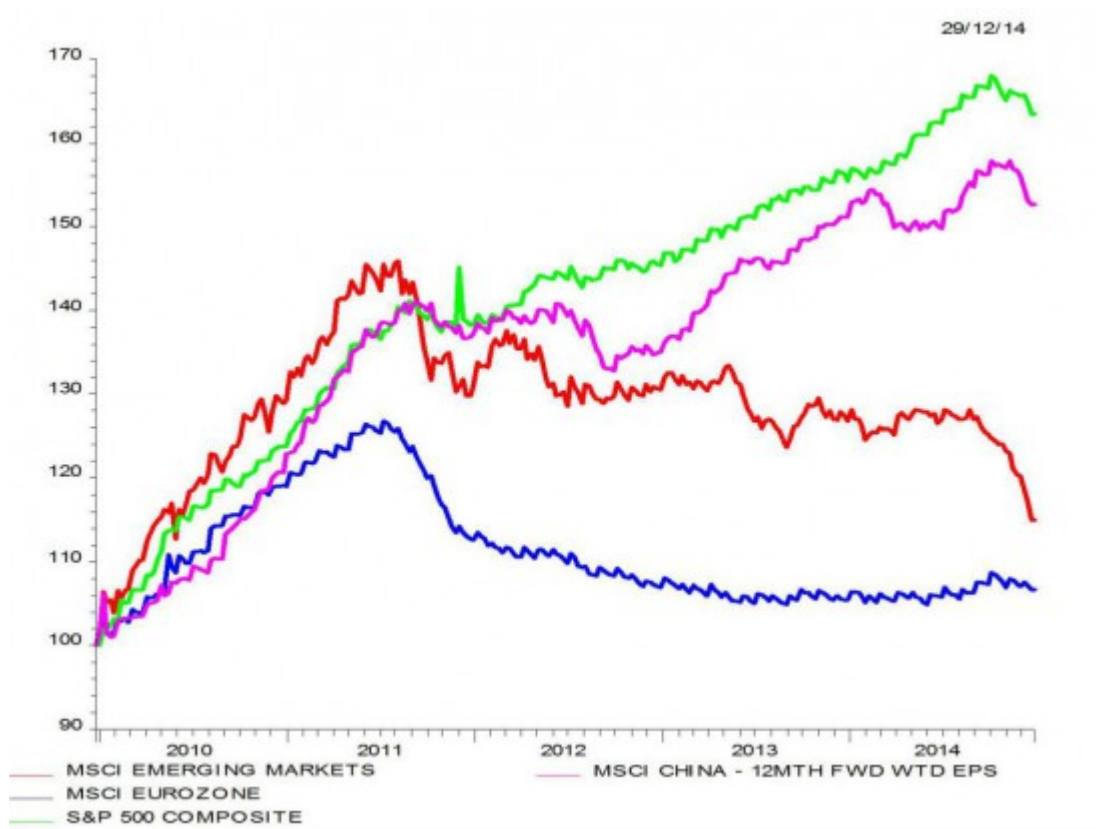
Het is natuurlijk altijd gemakkelijk - zeker rond de jaarwende - om mijmerend terug te kijken op wat geweest is. We verwijzen hiervoor naar de (vooral hierin) gespecialiseerde pers.

De blik vooruit richten vormt een ander type van uitdaging, temeer omdat iedere positieve prognose onmiddellijk het voorwerp van spot uitmaakt, wanneer uiteindelijk de realiteit wat minder gunstig blijkt te zijn. Maar van dergelijke angsten hebben we gelukkig niet al te veel last, in ieder geval niet van dien aard dat het onze objectieve blik zou vertekenen. Laat ons daarom even de drie drijfveren voor koersschommelingen onder de loep nemen, respectievelijk voor de VS, de eurozone en China.

Belangrijk is vanzelfsprekend de verwachte groei van de bedrijfsresultaten. Deze factor is (met stip) het hoogste in de VS. Het groeitempo van de ondernemingsresultaten in de Amerikaanse bedrijven wordt pas op grote afstand gevolgd door de Europese bedrijven (waar het verwachte niveau eerder stagneert) en de Chinese bedrijfswinsten (die zelfs aan

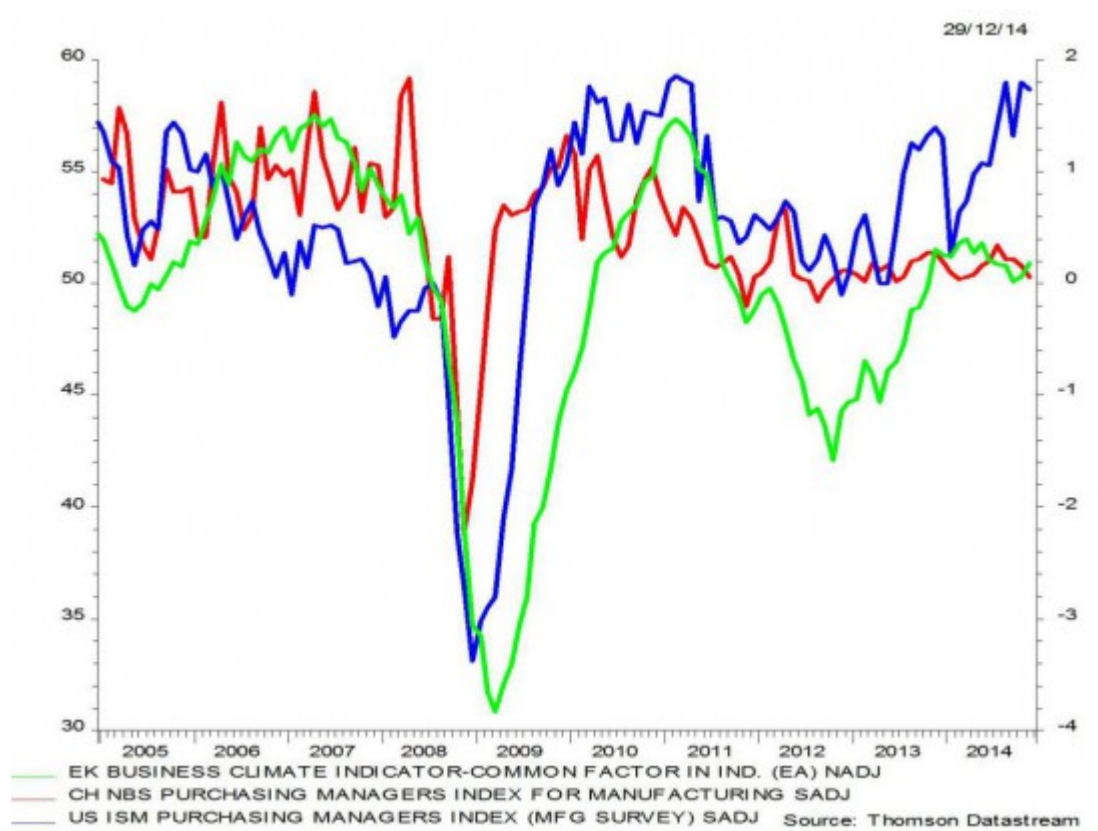
momentum lijken te verliezen).

Grafiek 4: Evolutie van de verwachte bedrijfsresultaten in de VS, eurozone, China en de groeielanden



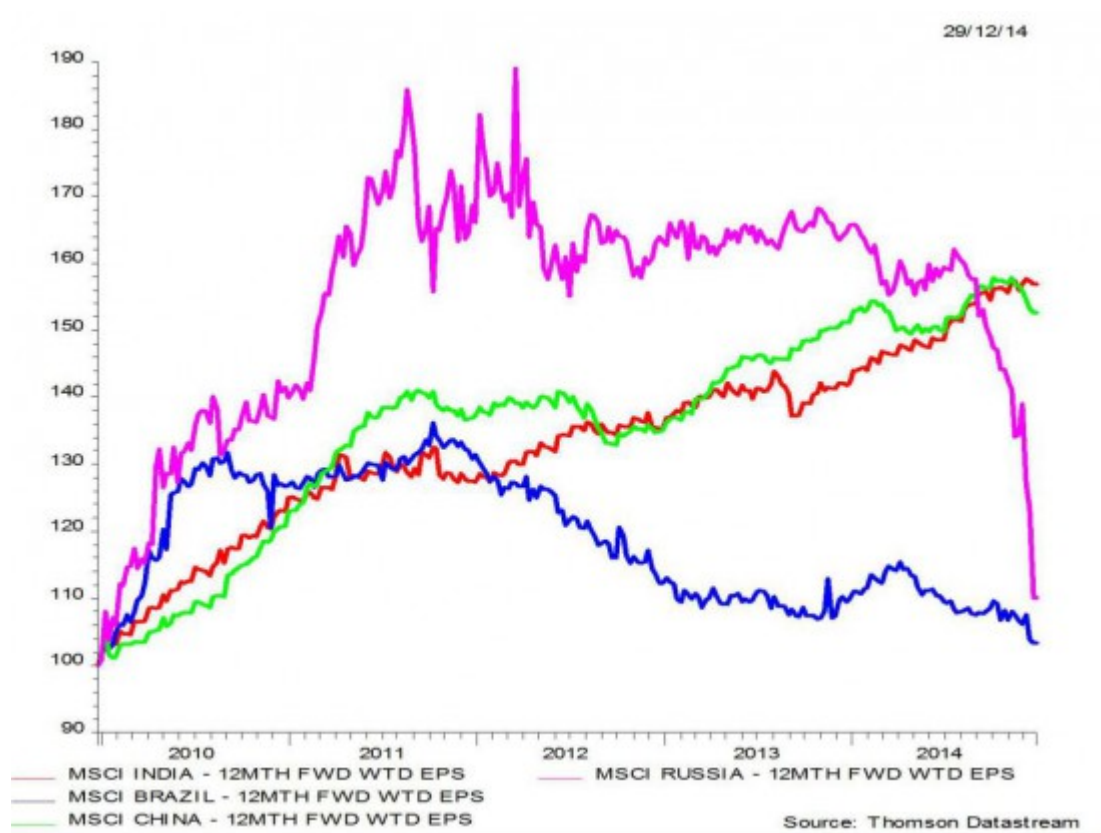
Dit beeld vertoont alleszins veel gelijkenis met het verwachte conjunctuurbeeld dat kan worden afgeleid uit de diverse voorspellende economische indicatoren. De Amerikaanse ISM verslaat - met verve - haar Europese en Chinese concurrenten, hetgeen zich ook vertaalt in de onderlinge divergentie in ondernemingsresultaten in grafiek 3.

Grafiek 5: Evolutie van de conjunctuurindicatoren in de VS, China en de eurozone



Het is overigens interessant om de evolutie van de Chinese (verwachte) bedrijfsresultaten in perspectief te brengen met de overige BRIC-landen. Brazilië en Rusland hebben zeer zwaar te leiden onder de terugval van de grondstoffenprijzen en de oplopende inflatie (omwille van de koersval in de roebel en - zij het in minder mate - de reaal). India zou echter moeten kunnen profiteren van de lagere grondstoffen en - vooral - olieprijsen al blijft het land altijd zeer kwetsbaar omwille van zijn structureel tekort op de lopende rekening.

Grafiek 6: Evolutie van de verwachte bedrijfsresultaten in de diverse BRIC-landen

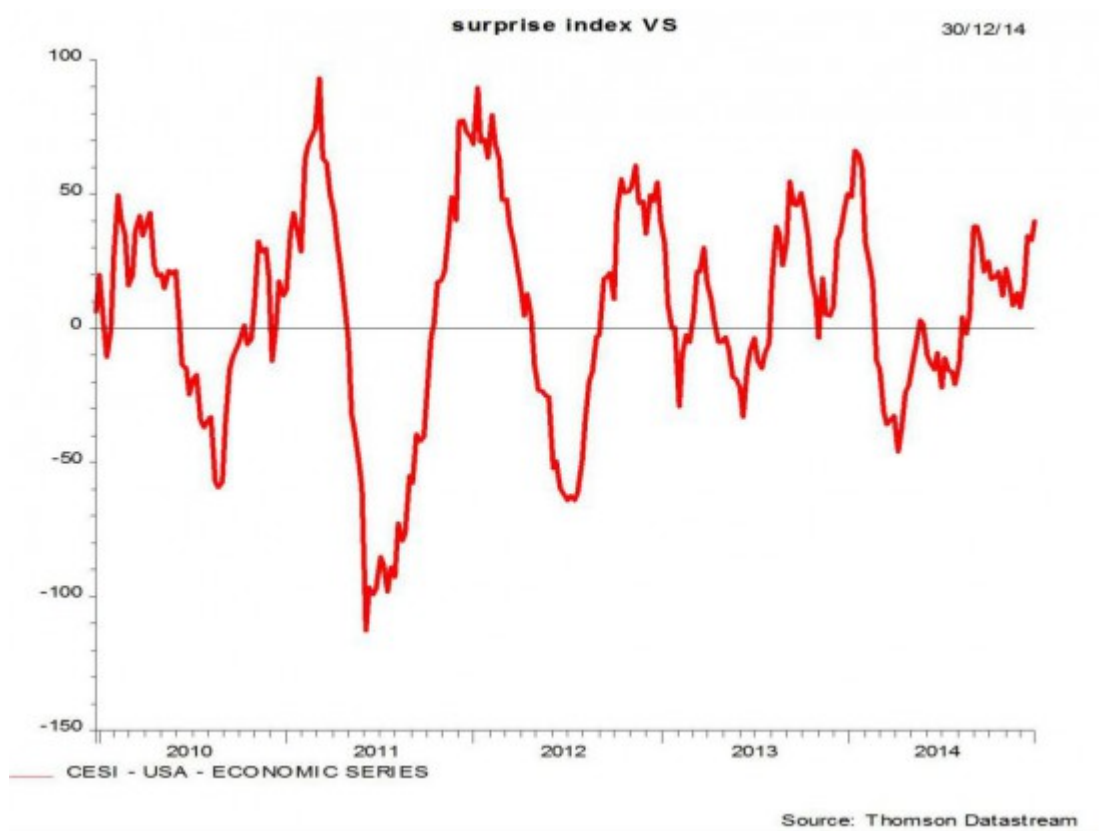


Maar een dergelijke vaststelling over verwachte bedrijfsresultaten is verregaand onvoldoende als basis om een toekomstige evolutie van aandelenmarkten te voorspellen. Enerzijds spelen ook de rentetarieven en de risicopremies een rol, maar anderzijds moet men redelijkerwijze ook veronderstellen dat deze vaststellingen omtrent het verwachte groeipad reeds grotendeels in de koersniveaus ingeprijsd wordt. Dit verklaart dan natuurlijk de uitstekende prestaties van de Amerikaanse beurs, zeker in vergelijking met de zwakke resultaten van de Europese markten en de teleurstellende ontwikkelingen in China (tot voor kort, natuurlijk ...)

Uit grafiek 3 valt echter ook af te leiden dat de consensusverwachting inzake de toekomstige Amerikaanse bedrijfsresultaten recent wat aan kracht lijkt te moeten inboeten. De redenering die bij deze prognose wordt gemaakt, houdt in dat de winstmarges van de Amerikaanse bedrijven in de afgelopen jaren reeds een zeer positieve ontwikkeling hebben gekend en bij een laag inflatoire omgeving nog weinig ruimte bieden voor verdere verbetering. De zeer gunstige evolutie van de ISM-conjunctuurindicator laat ons echter toe om de (boude) voorspelling te maken dat de Amerikaanse bedrijfsresultaten nog verder kunnen versnellen, ondanks de recordniveaus waarop ze zich bevinden en ondanks de historisch brede winstmarges. De verdere versnelling inzake ondernemingswinsten moet gerealiseerd worden door de volumestijgingen die impliciet vervat zitten in de hogere ISM-cijfers maar nog niet zijn vertaald in hogere groeicijfers van de bedrijfsresultaten.

De recente, zeer krachtige BBP-cijfers vormen reeds een eerste indicatie hiervan, maar de basis van onze positieve visie is vooral geïnspireerd door het feit dat het huidige groeipad van de ondernemingswinsten nog onvoldoende rekening houdt met de voorspelde vooruitgang van de Amerikaanse economie. De evolutie van de surprise-index (waarmee wordt nagegaan of de gepubliceerde economische cijfers beter of slechter zijn dan verwacht) helpt onze visie verder te illustreren.

Grafiek 7: "Surprise-index" Amerikaanse economie



Deze prognose staat overigens in groot contrast met de economische situatie in de eurozone. Rekening houdend met de huidige conjunctuurverwachtingen lijken de Europese beurskoersen zelfs nog een te optimistische kijk te bieden over de onmiddellijke toekomst. Op zich zou dit voor ons zelfs volstaan om Europese posities in belangrijke mate te reduceren, zeker in het licht van de instabiele politieke situatie in Griekenland. Maar dit probleem moet in de context worden gezien van lokale politieke spanningen die op de ultieme datum van de vervroegde verkiezingen hun beslag moeten krijgen maar zich niet noodzakelijk moeten vertalen naar andere Zuid-Europese landen. Griekenland is een volkomen geïsoleerd probleem geworden, waarvan de gevolgen op andere landen in ieder geval beperkt zouden blijven en waarvoor de ECB alle middelen ter beschikking heeft om een eventuele escalatie tijdig af te stoppen. Maar de financiële markten dienen zich daarvan eerst nog te overtuigen, zodat tijdelijke neerwaartse bewegingen, zowel op de aandelen- als de obligatiemarkten van Spanje en Italië, niet uitgesloten zijn, ondanks het feit dat Griekenland als een relatief “klein” en geïsoleerd probleem mag worden beschouwd in de eurozone-context.

Indien de Griekse kiezer inderdaad de zittende regering zwaar zou afstraffen, dan neemt hiermee ook de kans toe dat in Spanje of Italië ook radicalere partijen meer aan de bak zouden komen. “Verkiezingen” lijken zo de achillespees te worden van de strenge Europese politiek. Vandaar ook het (beperkt) oplopen van de rentever verschillen van Spanje en Italië met Duitsland.

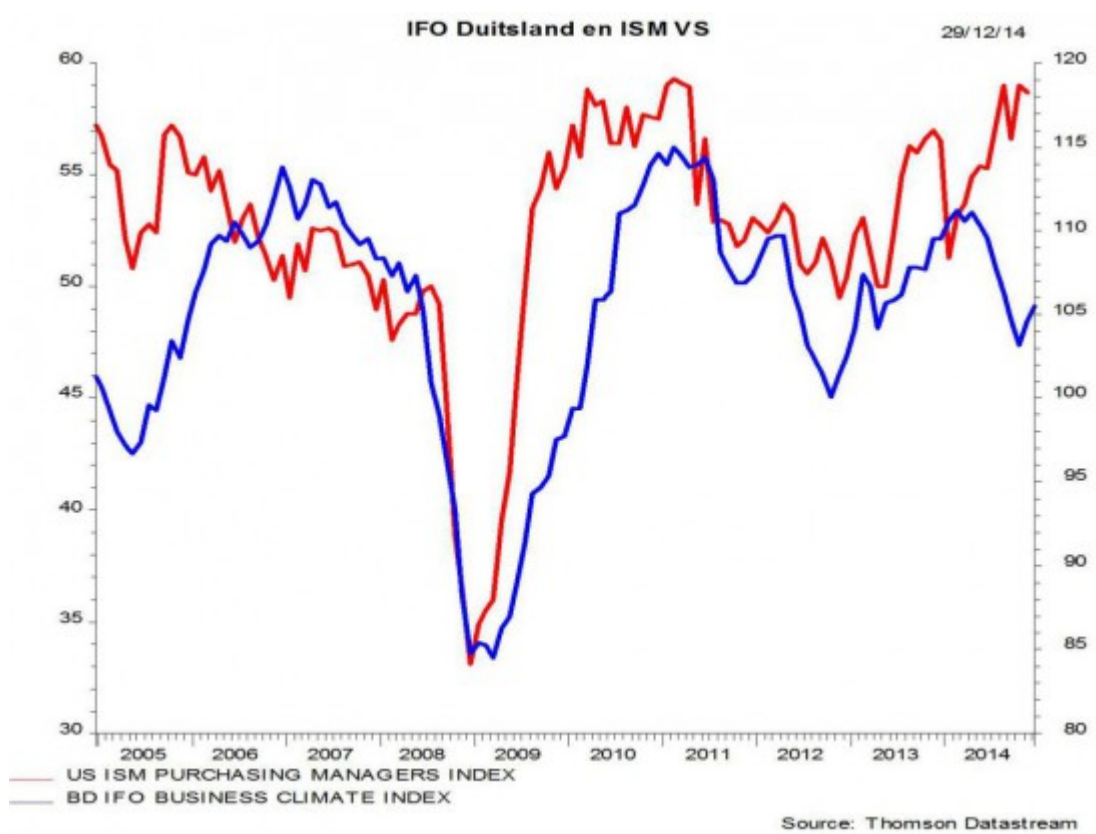
Maar Griekenland zou wel eens het tegendeel van deze stelling kunnen gaan bewijzen. Het is immers niet duidelijk welke optie extreemlinks aan haar kiezerspotentieel te bieden heeft. Een “Grexit” behoort immers niet tot het politieke aanbod van deze partijen, terwijl dit het enige element is waarmee Griekenland nog kan dreigen (en waarmee het vooral zichzelf in de economische, sociale en financiële afgrond stort).

Toch mag met de verzuchtingen van de Griekse bevolking niet te “princiëel” worden omgesprongen. Het moet zeker worden opgemerkt dat de eerste groep besparingen die sedert 2011 werden opgelegd, hun beoogde doelstellingen grotendeels hebben bereikt. De Griekse economie kon immers terug op het pad van efficiëntieverbeteringen worden

gedwongen maar de meest recente ontwikkelingen wijzen erop dat de huidige besparingen nog slechts in beperkte mate in economische verbeteringen (zoals een daling van de reële effectieve wisselkoers) voorzien, ondanks hun diepgravende sociale kostprijs. In de aanloop naar de verkiezingen kan de zittende Griekse regering misschien van het geboden tijdsbudget gebruik maken om met het IMF en de ECB enkele herschikkingen te overwegen in het opgelegde besparingsprogramma waardoor de Griekse bevolking merkt dat met een aantal van hun verzuchtingen rekening wordt gehouden zonder dat er abrupte wijzigingen in het opgelegde programma moeten gebeuren. Wellicht vormt dit het scenario waaraan de financiële markten de meeste kans geven in de aanloop naar de gevreesde Griekse verkiezingen.

Een probleem van meer fundamentele orde betreft echter de veralgemeende lethargische groei van de economieën van het Oude Continent, waar zelfs de Duitse groeimotor enkel nog wat aandoenlijk pruttelende geluiden lijkt te kunnen voortbrengen.

Grafiek 8: Loskoppeling van de Duitse en Amerikaanse economie



De Duitse economie volgde in de afgelopen jaren zeer manifest het groeipad van de efficiënte Amerikaanse conjunctuur. Deze Siamese tweeling werd in de laatste maanden echter abrupt ontkoppeld. Enerzijds was dit het gevolg van de verdere vertragingen in de eurozone (de belangrijkste handelspartner van Duitsland) maar ook van de ontgoochelende evolutie in China. Deze situatie lijkt zich recentelijk echter wat te keren, deels omwille van de sterkere dollarkoers (waardoor de exportkansen van de Duitse bedrijven terug toenemen) en het herstel van het ondernemingsvertrouwen bij onze oosterburen.

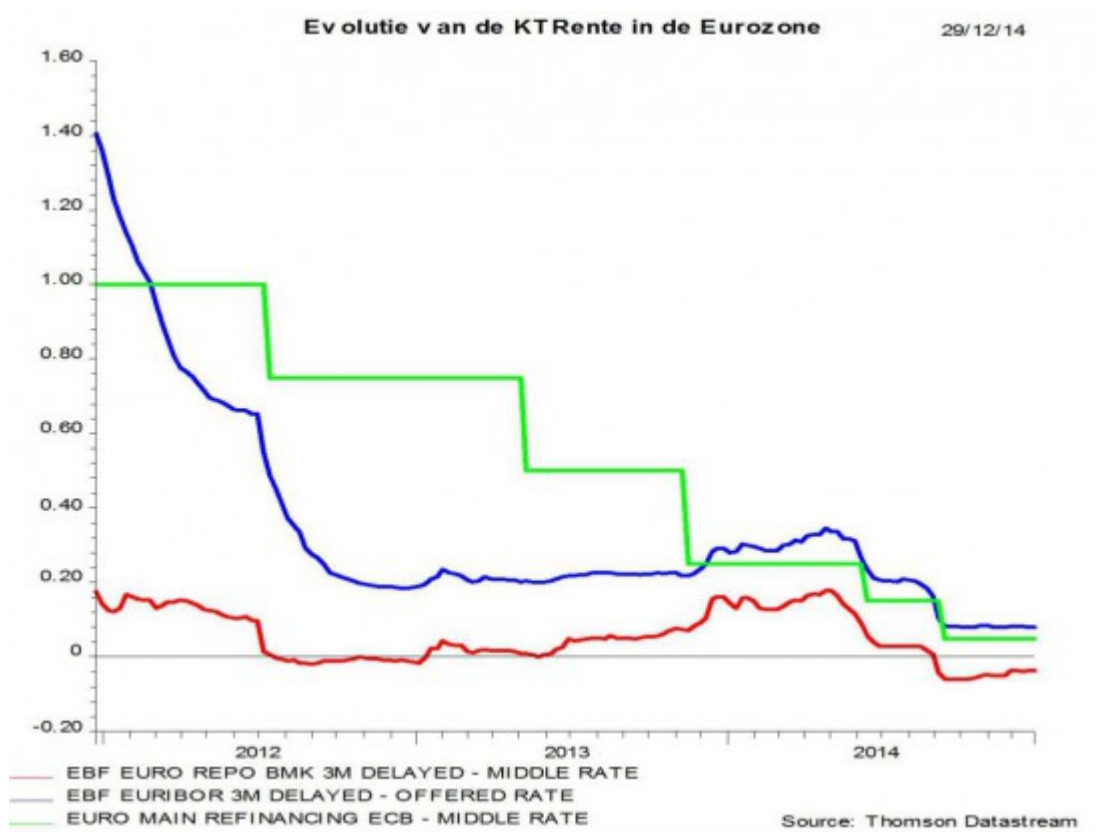
Maar hoe dan ook blijven de groeiprognoses ook voor de Duitse economie uiterst bescheiden, hetgeen de rentetarieven op een zeer laag peil zal houden. Maar ieder nadeel heeft zijn voordeel: vermits de Duitse industriële machine wat minder vlot draait, kunnen de overige Europese landen gemakkelijker in het spoor blijven, zodat de interne spanningen in de eurozone terug wat afnemen. Op enkele Griekse avonturiers na, natuurlijk ...



... 100 jaar na de "Grote Oorlog"?

We kunnen niet anders dan ons vragen stellen bij het Europese beleid. De smakeloze cocktail van enerzijds monetaire stimulansen en anderzijds besparingen en een weinig oordeelkundig beleid inzake de bancaire omgeving, hebben de economie van de eurozone teruggedrongen in modderige loopgraven. De belofte van Draghi om opnieuw het monetaire kanon aan het werk te zetten (deze keer via de rechtstreekse aankoop van obligaties) geeft aan dat er ergens nog wel hoop is maar dat er vooral verse troepen nodig zijn om de vijandige linies te doorbreken. Deze troepenversterking lijkt echter onderweg te zijn. Het krachtige herstel in de VS verzwakt de koers van de euro terwijl uit China signalen komen over doortastende maatregelen om de industriële groei aan te zwengelen. Op zich voldoende om de Europese beleggers voldoende hoop te geven om hun Europese aandelenposities niet verder af te bouwen. Op het vlak van de kortetermijnrente rest er de ECB nog weinig ruimte. De Repo-rate is reeds in de negatieve zone gedrukt terwijl de voornaamste beleidsrente (de refi-rente) verregaande druk zet op de interbancaire rentetarieven, in een haast aandoenlijke poging om dergelijke (risicoloze) rentetarieven dusdanig onaantrekkelijk te maken dat banken haast niet anders meer kunnen dan hun terughoudende politiek inzake kredieten aan te passen. Vermits de recente stresstesten van de Europese banken aangaven dat de kapitaalbuffers "stevig" genoeg zijn om meer van dit soort risico's te absorberen, kan misschien hieruit ook een veel grotere effectiviteit van de ECB-politiek op het reële economische front worden verwacht.

Grafiek 9: Evolutie van kortetermijnrente in Europa



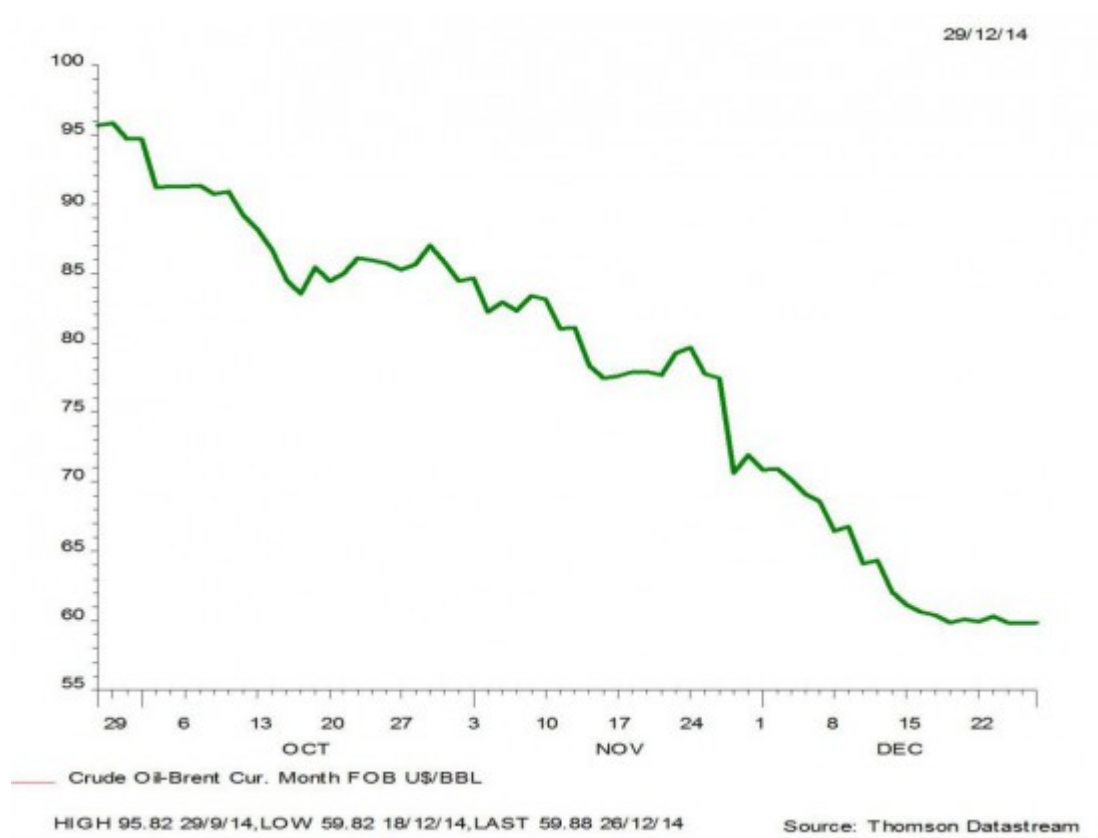
Tegen Kerstmis (2015) thuis?

Maar de huidige monetaire troepen ogen erg vermoeid na een lange strijd waarbij iedere inspanning van de ECB werd geneutraliseerd door opgelegde (noodzakelijke) besparingen en uitzichtloos botste tegen populistische generaals in Bazel, die blijven zweren bij strategische concepten die in een ander tijdperk passen maar nu contraproductief zijn en de kredietvorming (vooral aan KMO's) ernstig hebben gehinderd.

*De vijand van mijn vijand, is mijn vijand*

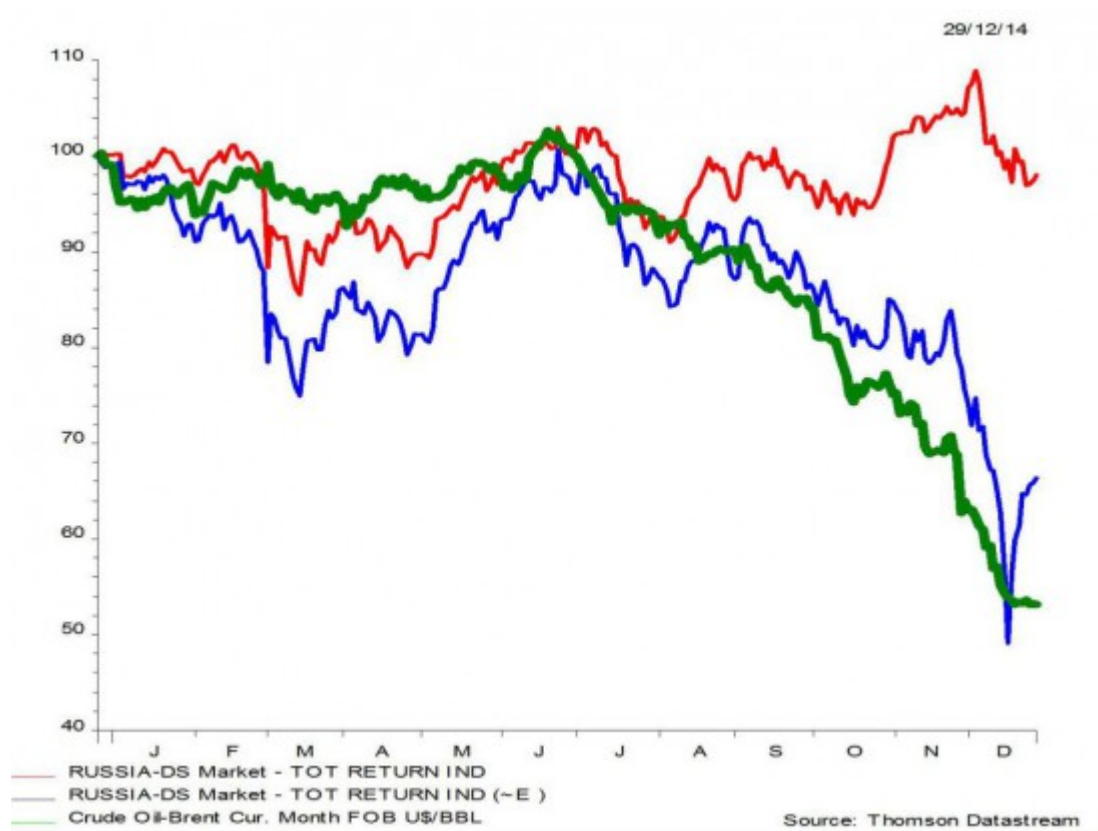
Maar naast de dollarstijging en de verhoopte Chinese economische maatregelen, vormt de daling van de olieprijsen wellicht een belangrijke stimulans, temeer omdat dit lage prijsniveau wel eens voor een langere periode zou volgehouden kunnen worden. Het is de Saoedi 's immers duidelijk menens met hun frontale aanval op de Amerikaanse schaliegasvelden. Een scherpe prijsdaling (onder de \$ 70 per vat) zou een belangrijk deel van de exploitatie van schaliegas onrendabel moeten maken. Indien nodig willen de Arabische oliesjeiks de prijs van petroleum laten zakken naar het niveau waar het enkel voor hen nog rendabel zal zijn om olie op te pompen: \$ 20 ...

Grafiek 10: Evolutie van de olieprijs in US \$ per vat



We gaan ervan uit dat Saoedi-Arabië goed heeft nagedacht bij deze tactische zet. In ieder geval biedt het aan de vijand Amerika de kans om op zijn beurt zijn eigen vijanden Rusland en Iran economisch sterk te verzwakken (en deze laatste is dan weer vijand nummer 1 van de aanstokers van de olieprijsdaling.)

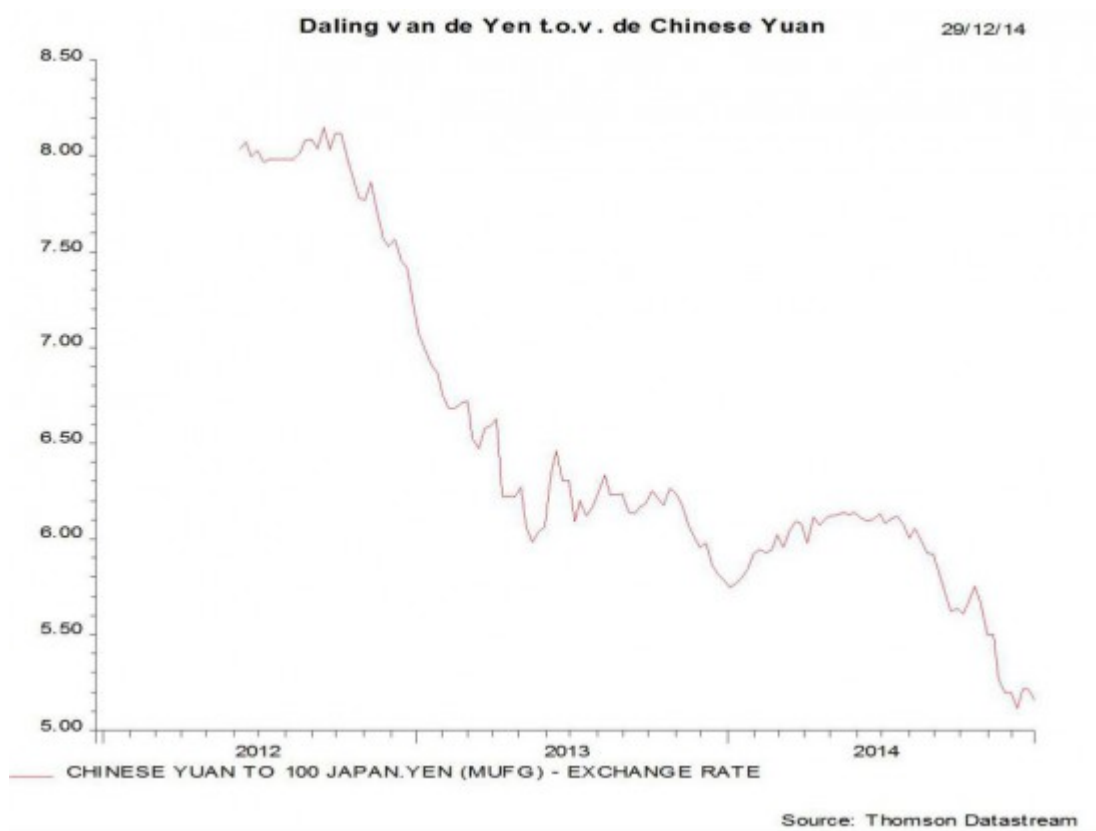
Grafiek 11: Impact van de dalende olieprijsen op de Russische beurs (in euro en roebel)



*Een Chinese schwalbe?*

Intussen levert de Chinese beurs een meer dan opvallende prestatie. De recente, zeer onverwachte rentedaling heeft terug de hoop aangewakkerd dat het de Chinese monetaire overheid deze keer menens zou zijn met de stimulering van haar industrie. Wij blijven echter de nodige reserves hebben bij deze ontwikkeling.

Grafiek 12: Evolutie van de Japanse yen tegen de Chinese yuan

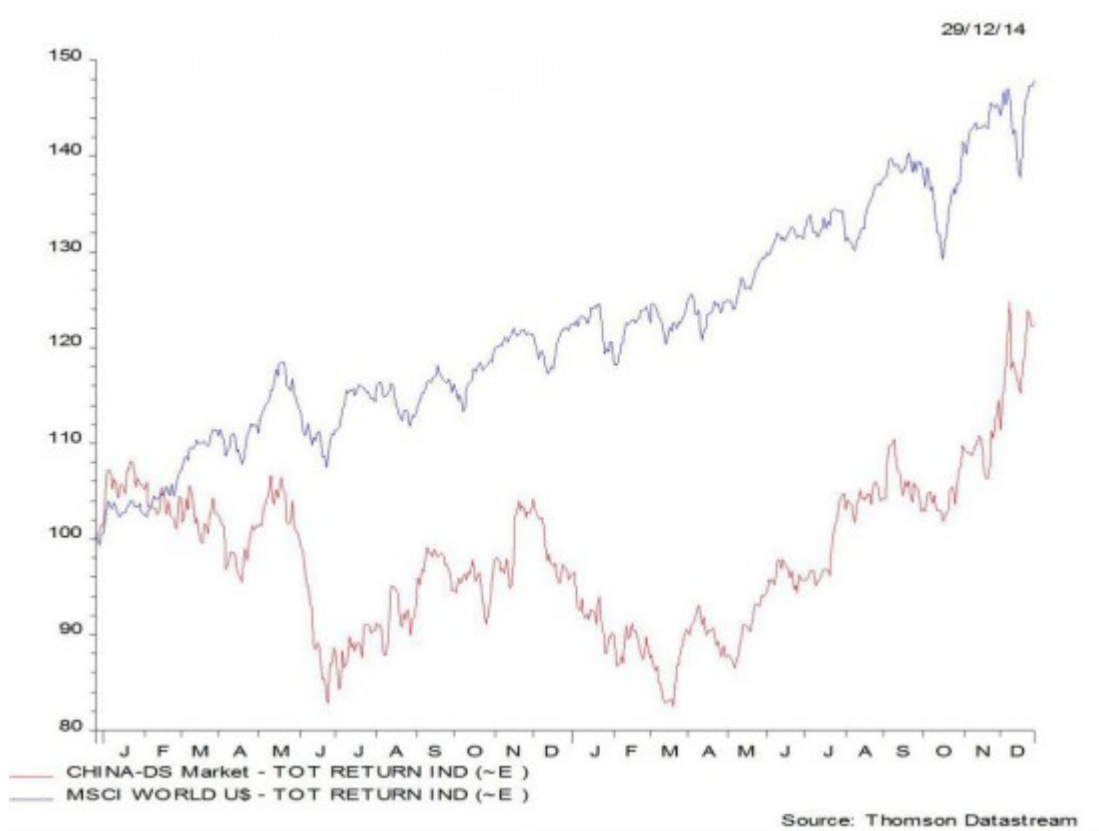


De rentedaling was immers slechts van zeer bescheiden orde (en enkel bedoeld om de koers van de yuan tegen de yen af te zwakken) terwijl de reserveverplichtingen van de banken op een hoog peil blijven staan. Dit gegeven staat in sterk contrast met de idee van een (toekomstig) doortastend want banken worden nog steeds niet in staat gesteld om meer kredieten te geven (het tarief van deze leningen is minder relevant dan de volumes die kunnen worden versterkt).

De interbancaire tarieven stijgen vandaar boven het (gedaalde) officiële tarief, zodat de positieve impact van de rentedaling op de economie zelfs volledig wordt geneutraliseerd. Maar misschien is dit slechts een traditioneel eindejaarsfenomeen, zoals we dat ook bij Westerse banken aantreffen, waarbij het altijd wat moeilijk blijkt om zich in december te financieren op de interbancaire markten met looptijden die over het jaareinde lopen.

Internationale waarnemers blijven echter overtuigd van het feit dat de Chinese overheid momenteel aan doortastende maatregelen werkt die de Chinese industrie terug op een hoger groeipad moeten brengen en aandelenbeurzen moeten hierop anticiperen, zeker in een context waarin de destijds zo veelbelovende Chinese aandelen al langer dan twee jaar nahinken op de wereldindex.

Grafiek 13: Evolutie van de Chinese aandelenindex (in €) en de Wereldindex (in €)

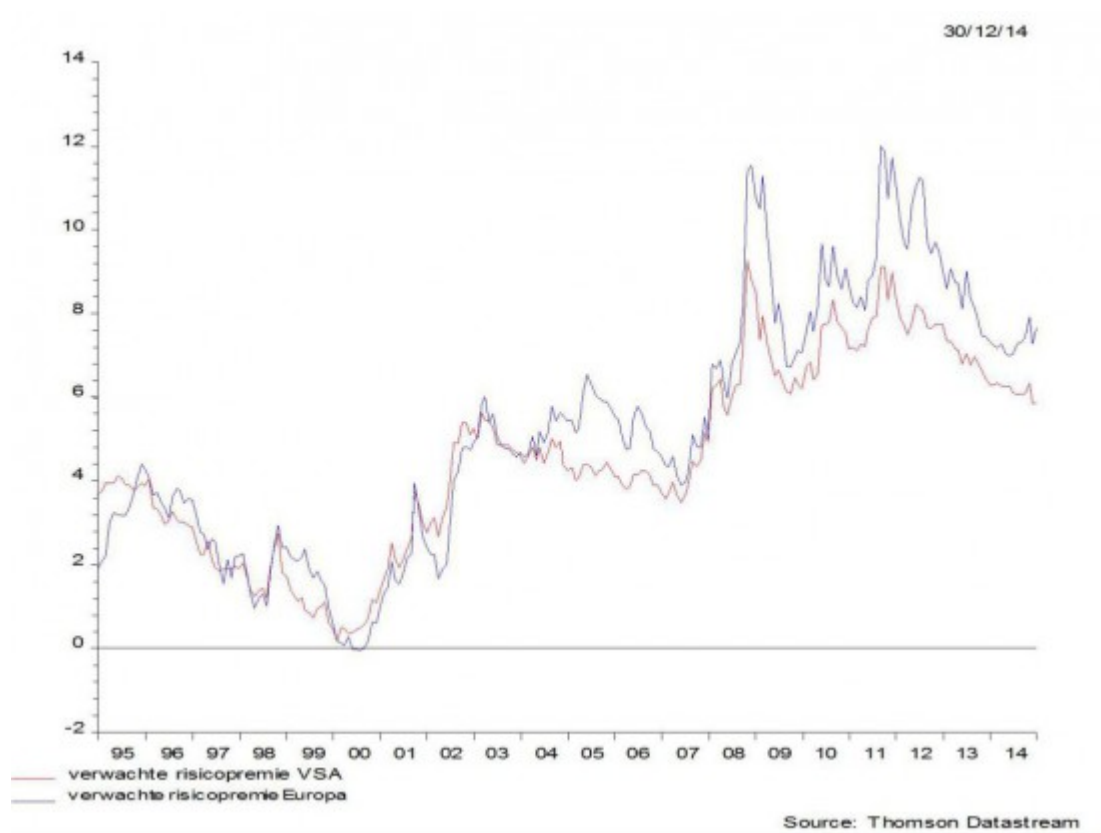


Op het vlak van rentetarieven kunnen we kort zijn:

De Europese LT-rente biedt weinig opwaarts potentieel, behoudens een sterker dan verwachte impact van de in gang gezette (zoveelste) Griekse tragedie. Hierdoor zouden de rentetarieven in Spanje en Italië tijdelijk hogere niveaus kunnen gaan opzoeken, terwijl Duitsland met zijn langetermijnrente tegen de nullijn zal komen (en deze symbolische grens misschien zelfs voor een korte termijn kan doorboren). Maar zonder Griekse escalatie kan de Europese rente enkel wat opwaarts worden getild wanneer in de VS de LT-rente sterk zou stijgen. Een klim van de Amerikaanse rente behoort zeker tot die scenario's waaraan waarnemers de meeste kans toedichten. Maar hiervoor moet eerst de inflatie toenemen en moet er sprake zijn van toenemende loonspanningen op de arbeidsmarkt, hetgeen vooralsnog niet het geval is.

De risicopremies vormen een complexer probleem. Grafiek 13 geeft aan dat in de VS deze vereiste premie voor het nemen van risico in belangrijke mate is afgenomen. Dit betekent dat minder gevaar wordt gezien in dit type van belegging. Het goede nieuws is dat een dergelijke afname van de risicopremie de aandelenkoersen (mee) heeft doen opveren. Het minder goede nieuws is dat hierdoor ook de risicobuffers zijn afgebouwd en er vandaar in de toekomst minder compensatie kan worden geboden voor het genomen risico. Dit is echter manifester het geval in de VS dan Europa.

Grafiek 14: Vereiste risicopremie in de VS en Europa



*Put your money, where your mouth is ...*

De belangrijkste gevaarzones zijn hiermee in kaart gebracht:

- Een escalatie van het eurozone-risico: we geven hieraan momenteel een beperkte kans.
- Een significante stijging van de Amerikaanse rente: niet onrealistisch op langere termijn, maar dit vormt momenteel nog geen dreigend gevaar.
- China: verder uitstellen van stimulerende maatregelen waardoor de industriële groei verder wegglijdt. Hieraan geven we een realistische kans.

Over de kansen op tsunami's, Russische militaire escalaties, sjjiitische wraakacties en aardbevingen spreken we ons liever niet uit ...

Geografisch leidt dit tot de volgende conclusies:

Europa (+1):

- Bedrijfswinsten: beperkte kans op stijging (0)
- LT-rente: zeer laag voor de kern van Europa (0)
- Risicopremies: ruim dalingspotentieel (+1)

VS (+2)

- Bedrijfswinsten: kans op verdere stijging, maar reeds in belangrijke mate geanticipeerd (+1)
- LT-rente: toenemende kans op rentestijging, maar nog geen direct gevaar (0)
- Risicopremies: beperkt maar realistisch dalingspotentieel (+1)

China (+2)

- Bedrijfswinsten: kans op verdere stijging, maar nog niet geanticipeerd (+1)
- LT-rente: toenemende kans op rentedaling (+1)
- Risicopremies: beperkt dalingspotentieel (0)