

We nemen het graag op voor de kleintjes, vooral wanneer ze (gedeeltelijk) gelijk hebben. De geweerkolffargumenten die vanuit de harde kern van de eurozone werden geformuleerd als antwoord op de verzuchtingen van de Griekse bevolking bleken vooral voor intern gebruik bestemd, om de achterban in Duitsland (en zijn satellietstaten) niet voor het hoofd te stoten.

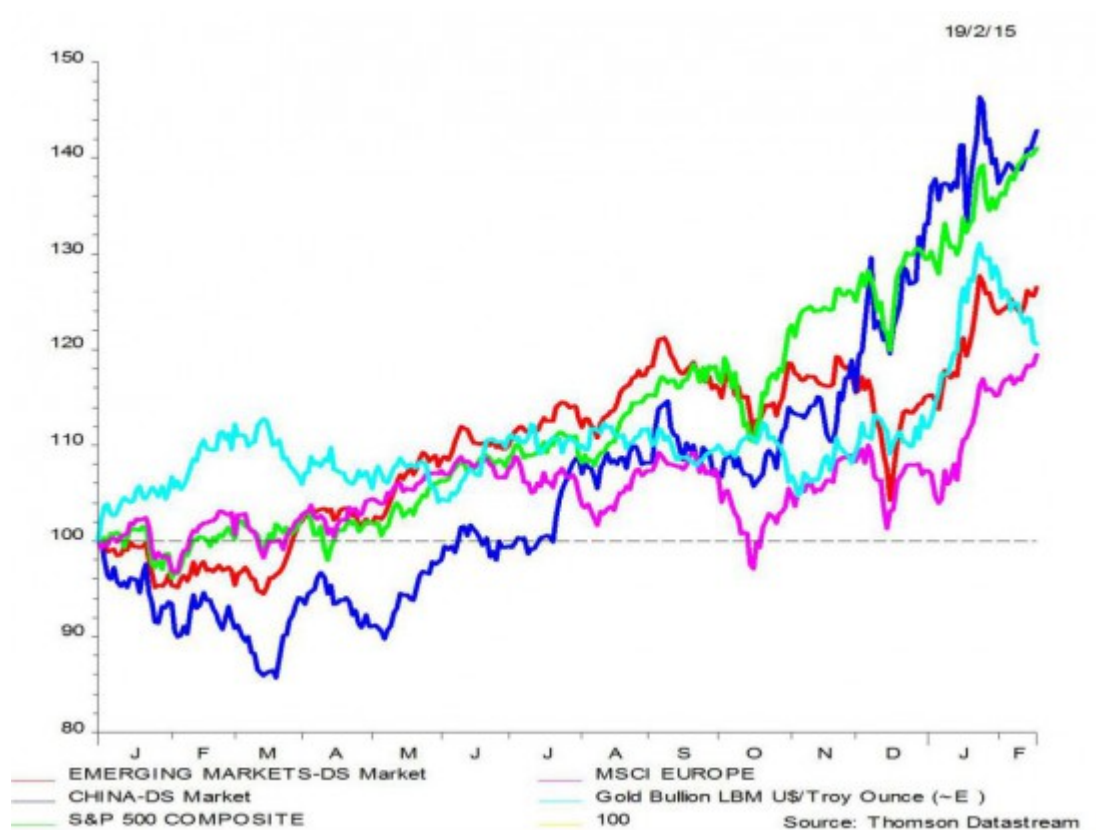
In tegenstelling tot de simplistische karikaturen waarmee we dagelijks worden bestookt, hebben de recente besparingen in Griekenland wel degelijk substantiële correcties aangebracht aan de reële wisselkoers, waardoor de efficiëntiegraad van hun economie is toegenomen en de overheid verplicht is geweest een aantal excessen weg te snijden. Na een dergelijke inspanning (die echter zeer onevenwichtig verdeeld was over de Griekse bevolking) kan het nuttig zijn om een korte evaluatieperiode in te voeren om een nieuw evenwicht te vinden in de besparingsmaatregelen die ongetwijfeld nog moeten volgen opdat de economie van het Helleense schiereiland een stabiele partner zou worden in de eurozone. Griekenland is hoe dan ook van strategisch belang voor Europa. Een Grexit zou het land in een existentiële crisis storten en de wankele poorten van Europa nog meer onder druk zetten, precies op zijn meest kwetsbare plek.

Het compromis tussen de Griekse overheid en de rest van de eurozone is er een van het soort dat we graag zien. Het objectief is bereikt, namelijk wat tijd winnen om een grondige evaluatie mogelijk te maken om de noodzakelijke toekomstige maatregelen zo effectief (en rechtvaardig) mogelijk te maken, terwijl de beide partijen het bereikte resultaat van de onderhandelingen als een overwinning kunnen verkopen aan het thuisfront.

Hiermee worden (op één uitzondering in Oost-Oekraïne na) alle hindernissen weggenomen die een herstel van het vertrouwen in de economie van de eurozone in de weg stonden.

De loodzware last van de landencrisis en vooral het overmatige gewicht van de banksector in de eurozone hebben in het verleden de economische herstelbeweging ernstig gehinderd waardoor niet alleen de economie van de eurozone moest afhaken in vergelijking met de VS en - recentelijk - zelfs China (dat niet eens wil dat zijn economische groei krachtig herstelt). Maar ook de Europese beurs heeft in de tweede helft van 2014 duidelijk de Amerikaanse en Chinese locomotief gemist.

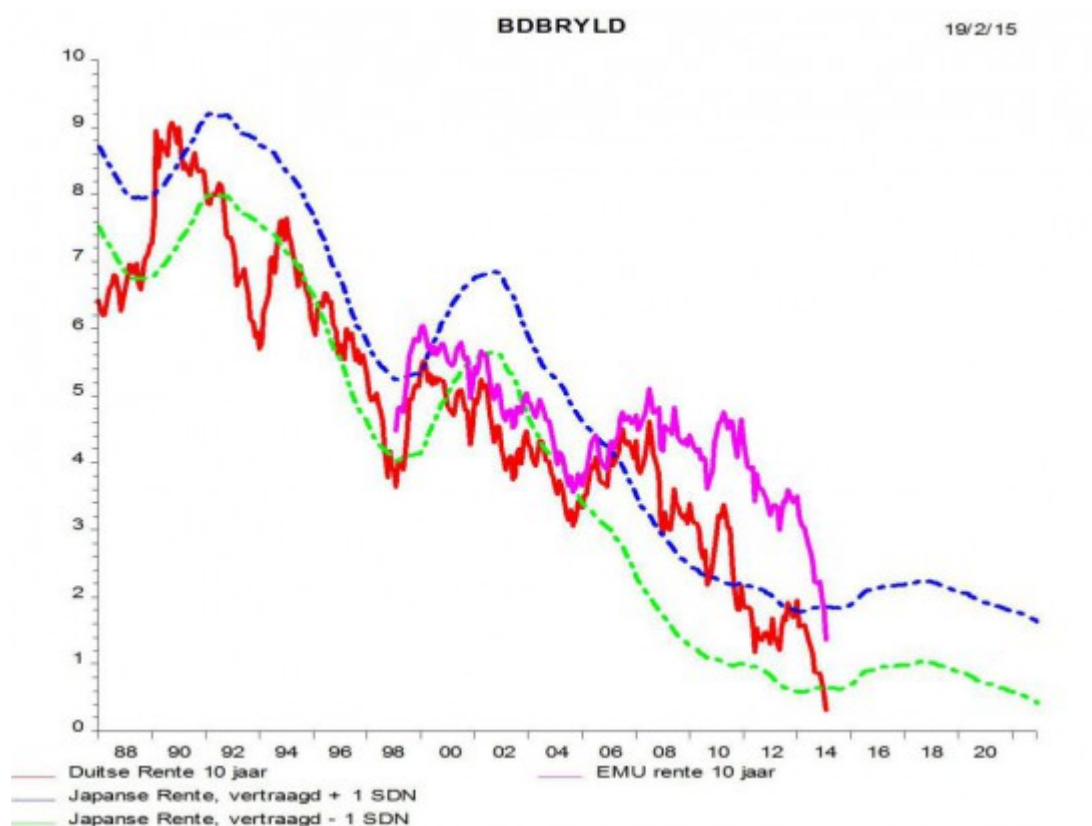
Grafiek 1: evolutie van de voornaamste wereldbeurzen (in euro) op 1 jaar
(magenta: MSCI Europa)



De Europese rentevoeten zijn historisch laag, zowel op het korte als op het lange einde, en geven de indruk nog lang op dat niveau te willen blijven. Enerzijds wegens het QE-programma, dat ieder opwaarts potentieel van de rentevoeten onmiddellijk de kop zal indrukken, maar anderzijds ook om de fundamentele reden dat de Europese economie kampt met gelijkaardige problemen die zich in Japan een tiental jaren geleden hebben ingezet: een structureel lage economische groei, deflatiegevaar en een negatieve demografische ontwikkeling. Vandaar ook de vaak herhaalde vergelijking van de (toekomstige) Europese langetermijnrente en de Japanse rente, zo'n 10 jaar geleden.

In grafiek 2 tekenen we een brede band (van één standaardafwijking) rond de historische ontwikkeling van de langetermijnrente in Japan en gebruiken we die als een prognose voor de Europese rente in het komende decennium. De Europese rente valt perfect binnen deze bandbreedte, zoals we u al lang hadden voorspeld, maar tegelijk laat het ook een suggestieve prognose toe voor de komende periode. Om uit deze band te breken, moeten bijzondere ontwikkelingen plaatsvinden en daarvan is (alleszins op dit moment) geen enkele indicatie te bespeuren.

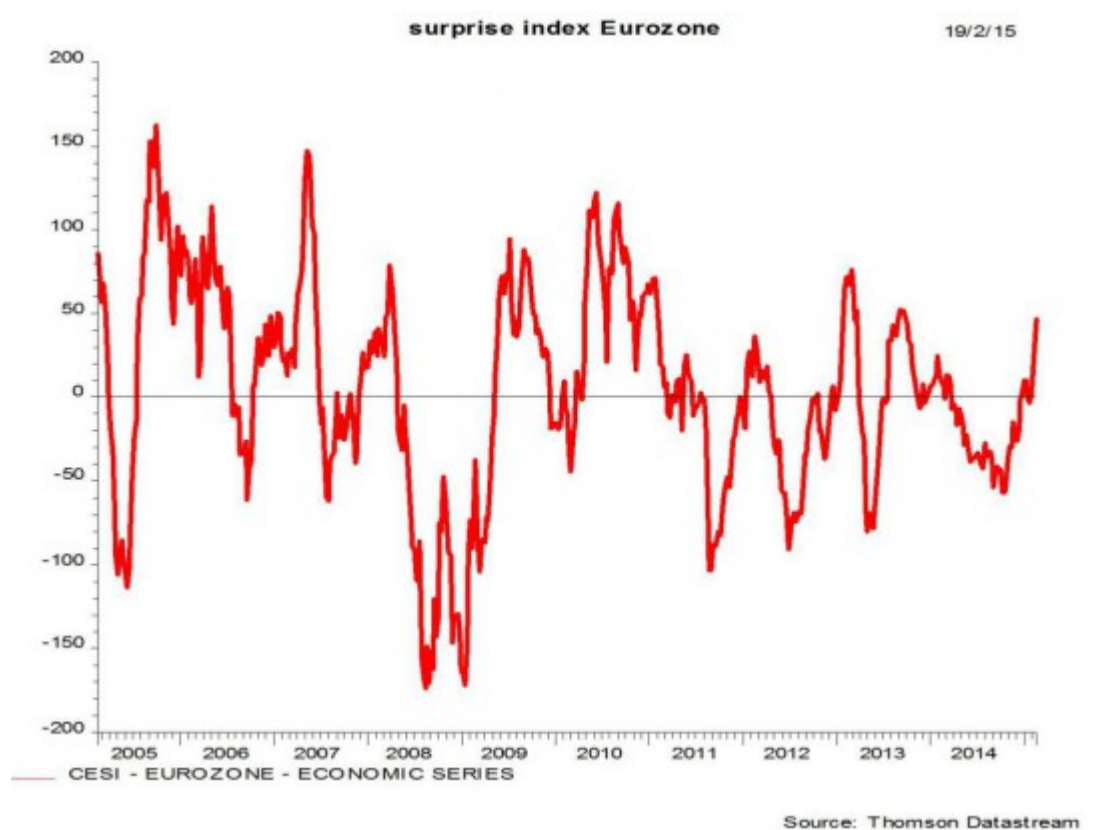
Grafiek 2: Evolutie van de langetermijnrente in de eurozone, Duitsland en Japan (10 jaar geleden)
(magenta: rente EMU-zone op 10 jaar)



De combinatie van lage rentevoeten, de sterk gedaalde olie- en grondstoffenprijzen, het uitblijven van inflatiegevaar of enige opwaartse druk op de loonkosten en de determinatie van de monetaire overheid om de economische groei met alle mogelijke middelen te ondersteunen, moet van aard zijn om de economie van het Oude Continent uit het moeras te trekken. Vooral wanneer men daaraan toevoegt dat de negatieve (en zoals zo dikwijls cyclusversterkende) bancaire regelgeving nu grotendeels geneutraliseerd kan worden dankzij de relatief positieve resultaten uit de recente bancaire stresstesten. Daardoor worden banken niet meer onnodig gehinderd bij het verstrekken van kredieten. Laat dát nu de essentiële voorwaarde zijn waarop de geldcreatie van de ECB haar weg kan vinden naar de reële economie.

Intussen merken we toch ook al een voorzichtig herstel van de economische indicatoren in de eurozone. De meest recente waarnemingen liggen immers meestal hoger dan het verwachte niveau. Dat wordt gemeten op basis van de *surprise-index*, waarmee systematisch wordt nagegaan of een indicator slechter of beter scoort dan het voorspelde niveau. Een dergelijke grafiek zegt natuurlijk niet alles, maar toch voldoende over de dynamiek van het economische herstel in zijn nog prille fase.

Grafiek 3: Surprise-index van de eurozone



De koers-winstverhoudingen van de Europese bedrijven zijn echter zeker niet goedkoop te noemen in historisch perspectief, omdat professionele investeerders al een tijdje geleden hun posities in Europese bedrijven hebben verhoogd, maar in vergelijking met de verwachte opbrengsten van obligaties vormen aandelenbeleggingen nog altijd een zeer aantrekkelijk alternatief.

Wanneer de verwachte economische opstoot zich uiteindelijk ook zal vertalen in verbeterde bedrijfsresultaten zullen deze koers-winstverhoudingen weer hun gemiddelde, historische niveaus opzoeken, terwijl de aandelenkoersen tegen dan een interessant opwaarts parcours zullen hebben afgelegd. De voornaamste gevaren voor een dergelijk scenario verschuilen zich momenteel in een (niet verwachte) escalatie van het conflict in Oekraïne en een plotse (niet verwachte) opstoot in de olieprijs. Maar je weet maar nooit, natuurlijk ...

Geen pad van rozen dus, maar een hobbelige en glibberige, opwaartse klim. Maar uitdagend genoeg om onze posities in Europese bedrijven verder substantieel te verhogen in de (onderbouwde) hoop dat de Europese beursen er werk van zullen maken om de opgelopen achterstand met de VS en China met enige spoed weer goed te maken.