

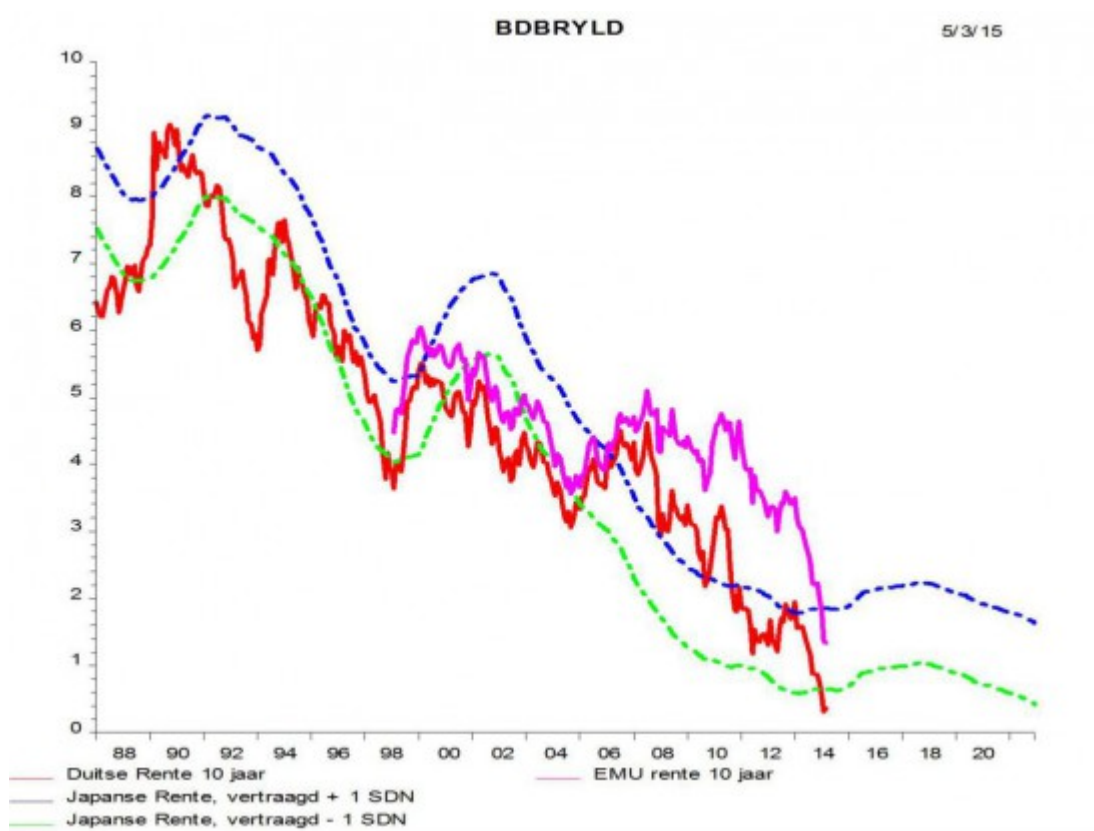
De volledige tovenaarscursus duurt weliswaar honderdvijfentwintig jaar, maar met de intussen al verworven inzichten durven we ons toch aan een lovenswaardige poging te wagen om behoedzaam met de toverstaf te zwaaien.

Op het financieel-economische front zouden we vooreerst aan de eurozone een lange periode toewensen met extreem lage rentetarieven op kortetermijnplaatsingen, zodat financiële instellingen quasi gratis liquiditeiten kunnen ophalen bij de Centrale Bank om enerzijds het kredietaanbod aan te zwengelen met een lagere ontleningsrente en anderzijds met versoepelde voorwaarden aan de bestaande vraag naar projectfinanciering te voldoen. Liefst dan nog in de sector van de KMO-bedrijven, want dat schept de meer duurzame werkgelegenheid, waarmee tegelijk ook de grootste hefboomfunctie in de Europese economie in werking kan worden gesteld.

Om het welslagen van deze monetaire politiek te verzekeren, toveren we meteen ook de voorwaarde uit de hoge hoed opdat de langetermijnrentevoeten op 'risicoloze' beleggingen zoals Europese Overheidsobligaties zo laag mogelijk zouden blijven. Dat verzekert er ons van dat in de banksector dit type van beleggingen steeds minder als een rendabel alternatief kan worden aanzien voor het verstrekken van kredieten. Een dergelijke conditie kan enerzijds worden gecreëerd door de ECB door middel van het recente QE-programma, maar moet anderzijds ook in het brede economische plaatje passen om verstoringen van het (altijd fragiele) financiële evenwicht te vermijden.

Het eerstgenoemde gebeurt op basis van het aangekondigde (en intussen ook in uitvoering gestelde) plan om maandelijks zo'n slordige 60 miljard euro op te kopen op de obligatiemarkten. Aan de tweede vereiste is voldaan door de algemene context van zeer lage inflatieverwachtingen, beperkte demografische en economische groei, wat sterk vergelijkbaar is met de situatie in Japan, zo'n 10 jaar eerder. Een scenario van lage langetermijnrente past met andere woorden in de huidige context en er mag vandaar kracht worden bijgezet om deze rente laag te houden.

Grafiek 1: Gemiddelde overheidsrente (10 jaar) in de eurozone, in vergelijking met de Japanse rente (op 10 jaar, 10 jaar vertraagd, telkens opgehoogd en verminderd met 1 standaardafwijking) en de Duitse rente (10 jaar)



In een eerste fase is een dergelijke ontwikkeling vooral financieel van groot nut. Het belang ervan mag natuurlijk niet worden onderschat: Hierdoor kon immers zowel de bancaire crisis als de verdere ontaarding van het eurozone worden afgestopt en is een gestabiliseerde financiële omgeving kunnen ontstaan. Deze context moet echter stelselmatig afgetoetst worden. Voor de meting van de systemische bancaire risico's gebruiken we het renteverskil tussen de interbancaire markt en de rentetarieven van de ECB. Het risico van de eurozone lezen we af uit de kwaliteitspremie voor Duitse obligaties (het verschil tussen de Europese IRS-rente en de Duitse overheidsrente op dezelfde looptijd) en de renteverskillen van respectievelijk Portugese, Ierse, Spaanse en Italiaanse overheidsrente met de Duitse rente, telkens op looptijden van 10 jaar.

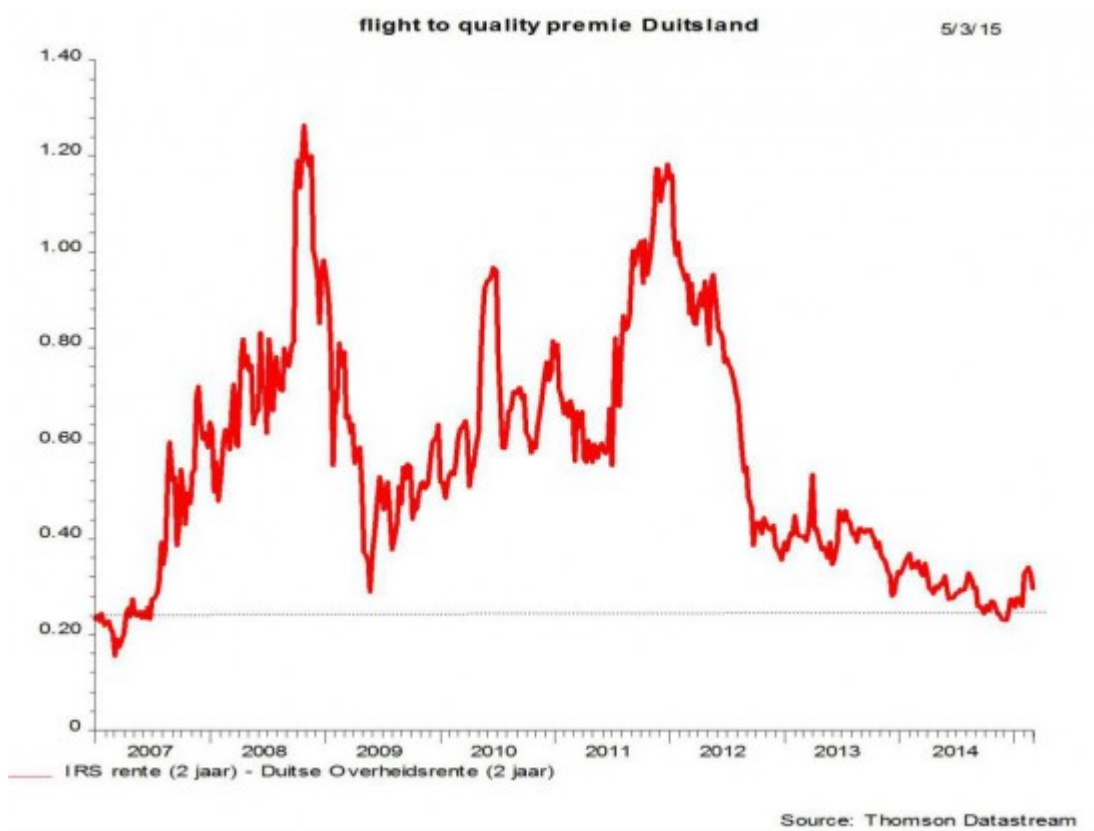
De mate van systemisch financieel risico wordt in grafiek 2 weergegeven. Deze indicator blijft duiden op een verregaande stabilisatie van het financiële risico.

Grafiek 2: Recente evolutie van het interbancaire en officiële rentetarief in de eurozone



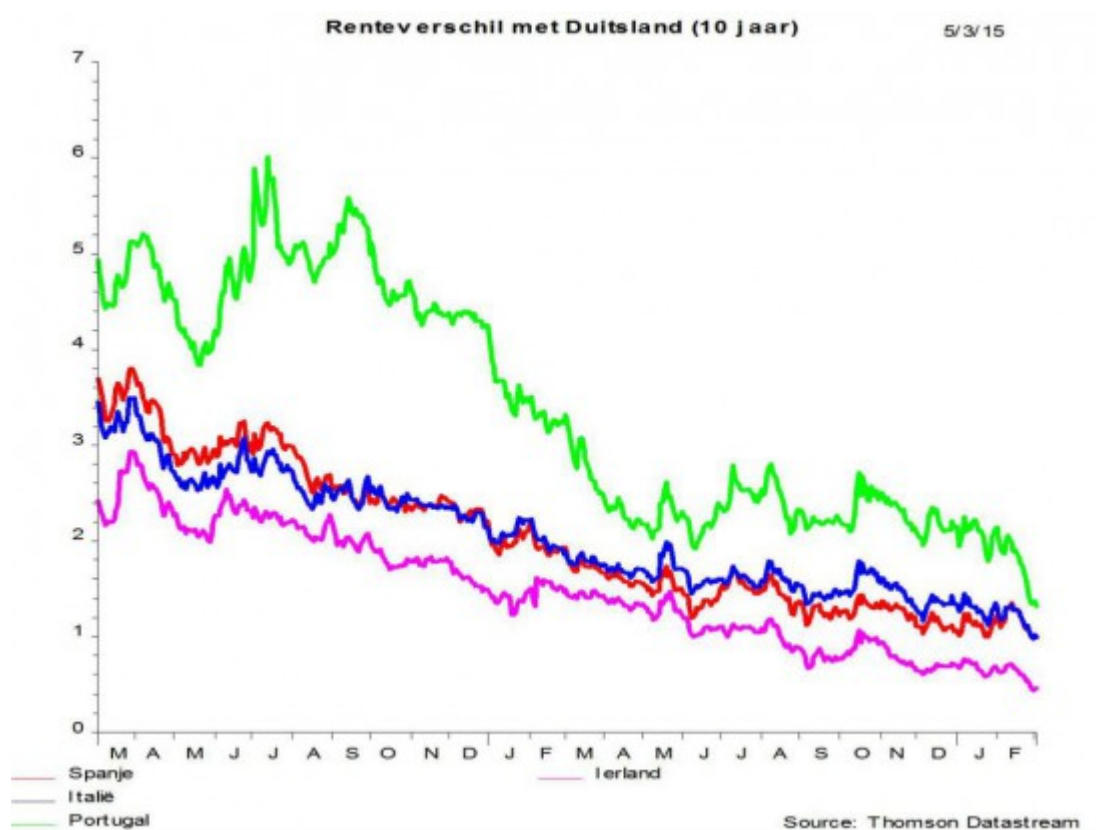
In grafiek 3 valt op dat de Duitse 'kwaliteitspremie' nauwelijks is toegenomen tijdens de recente perikelen, geïnstigeerd vanuit de Griekse politieke situatie, maar vooral ook dat deze situatie grotendeels is gestabiliseerd tot de niveaus die werden gehanteerd voor de landencrisis van 2011 en de bancaire crisis van 2008.

Grafiek 3: evolutie van het verschil tussen Europese IRS rente en de rente op Duitse overheidsobligaties



Uit grafiek 4 blijkt een stelselmatige verdere afbouw van de intra-Europese rentespreads met Duitsland, wat opnieuw het beeld van een gestabiliseerde financiële context bevestigt.

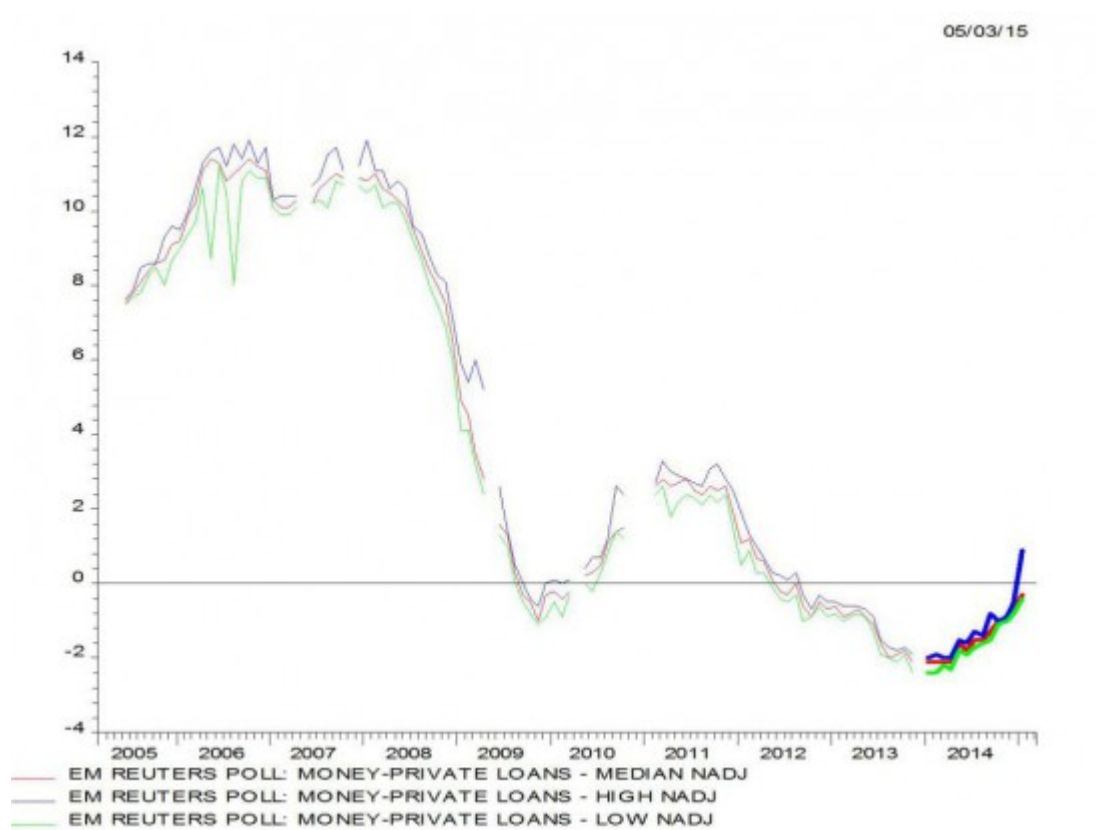
Grafiek 4: renteverskil overheidsobligaties op 10 jaar



Deze kalmte op het financiële front is een absolute voorwaarde voor een economisch herstel (en prettig natuurlijk voor de winsten in de banksector), maar deze herstelbeweging in de reële economische sfeer kan alleen op gang worden getrokken indien ook de kredietvorming in een opwaarts kanaal kan worden gebracht. Zonder kredieten ontstaan er geen investeringen en is er ook geen verhoging van de werkgelegenheid of de consumptie en vandaar ook geen positieve economische impact.

Maar de eerste tekenen van een versnelling in de kredietvorming zijn recentelijk zichtbaar geworden, deels door de volgehouden (extreem) lage rente maar vooral ook dankzij de opluchting na de publicatie van de resultaten van de stresstesten in de Europese banksector. Hieruit bleek dat de kapitaalbasis weliswaar verder moet worden versterkt maar vooral dat het huidige niveau volstaat voor een meer actieve positionering in de kredietverschaffing. Grafiek 5 geeft een overzicht van de evolutie van een representatieve enquête door Reuters. Daaruit blijkt (alleszins) de neiging voor een toename in de opname van leningen in de private sector.

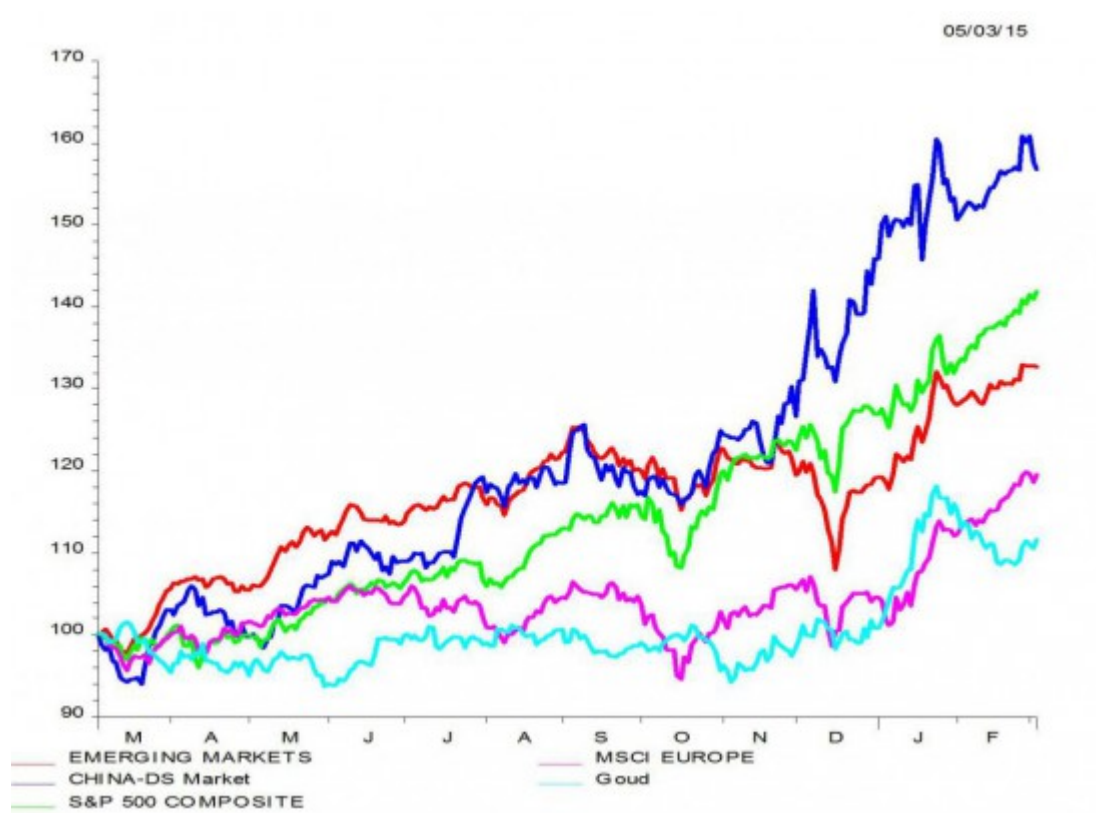
Grafiek 5: Reuters poll private leningen



Zo te zien, heeft de toverstaf de voorbije maanden al aardig zijn werk gedaan en werd het optimisme inzake een substantieel herstel van de Europese economie nog kracht bijgezet door de (onverwachte, spectaculaire) duik van de olieprijs. Weliswaar is deze daling recentelijk afgestopt. Maar de olieprijs hoeft niet noodzakelijk lager. Diepterecords zijn nergens voor nodig. Belangrijker is dat de energieprijzen zich voor een relatief lange periode ophouden rond deze niveaus. De Europese beurzen hebben vandaar ook recentelijk een bijzonder sterke prestatie ingezet en een deel van hun achterstand met de VS (en recentelijk China) weer goedge maakt.

Het is echter belangrijk om erop te wijzen dat de Europese beurzen duidelijk anticiperen op een herstel van de bedrijfswinsten, dat er echter nog NIET is. Dat betekent met andere woorden dat de Europese belegger momenteel bereid is om een lagere risicobuffer te accepteren, want de enige tastbare opwaartse kracht op de beurzen komt van de lagere rente. De bedrijfswinsten moeten zich nog herstellen, maar daaraan wordt momenteel niet getwijfeld. Bij deze rentestand, doortastendheid en determinatie van de centrale bank, lage energieprijzen en stabilisatie van de financiële risico's lijkt deze houding gerechtvaardigd. Vandaar ook dat de meeste professionele investeerders een belangrijk overgewicht aanbrengen in hun Europese aandelenposities en de Europese beurzen hun opgelopen achterstand geleidelijk beginnen in te halen.

Grafiek 6: evolutie van de voornaamste wereldbeurzen (in euro) sinds 1 jaar



Maar om deze relatieve positionering van Europese aandelen correct te kunnen duiden, moeten we vanzelfsprekend eerst langs bij de concurrerende regio's.

Ook China (en India) eisen immers hun plaats op in een evenwichtige beleggingsportefeuille. Verrassende rentedalingen en positieve, opbouwende commentaren veroorzaken inmiddels topkoersen in India, terwijl ook de (al even verrassende) knip in de Chinese rente, de lokale beurs blijft ondersteunen. Voornaamste slachtoffer worden de posities in de VS. Door de stagnatie van de bedrijfswinsten en potentieel hogere rentetarieven sturen beleggers eerder aan op een onderweging van Amerikaanse aandelen. Ook terecht, maar over de VS, China en India komen we zeer binnenkort terug met (véél) meer duiding. Wij hopen u dan terug te zien.