

Na de recente, ongeëvenaarde recordrace op de aandelenbeurzen mag een neerwaartse koersschommeling in deze orde van grootte ons niet verbazen en zeker niet afschrikken. Maar vooraleer we deze correctie uitroepen tot een vervroegde solden dienen eerst de omgevingsfactoren grondig te worden onderzocht. Het zou immers een regelrechte zonde zijn om een deel van de vroegere winsten verloren te zien gaan door een onhandige timing van vernieuwde aankopen of posities in aandelen en obligaties te lang aan te houden zodat potentiële toekomstige verliezen onnodig veel van de sterk gestegen waarden kunnen eroderen.

De recente beursdalingen werden veroorzaakt door (onterechte) twijfels over het voortzetten van de Chinese stimuli, (overdreven) vrees voor substantiële rentestijgingen – wat verkeerdelijk afgeleid werd uit de recente opstoot van de langetermijnrente in Europa en de VS – in combinatie met de groeiende ongerustheid over het verlies aan momentum van de Amerikaanse economie en de oplopende nervositeit over de afloop van de zoveelste episode uit de Griekse soapopera.

We overlopen – min of meer systematisch – elk van deze argumenten.

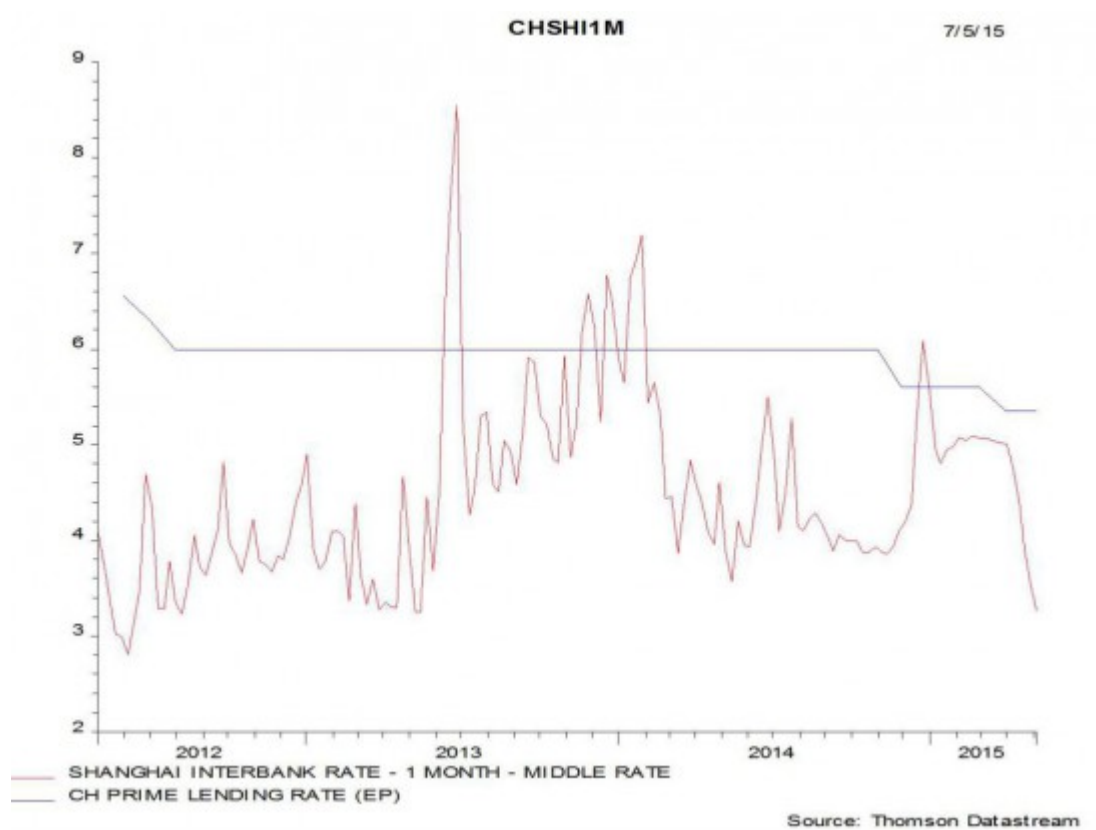
De Chinese overheid heeft duidelijk de weg gekozen van de expliciete en massale monetaire ondersteuning van haar industrie. Het is naar Chinese normen absoluut ondenkbaar dat men na zo'n korte periode hierop zou terugkomen. Het enige element dat de Chinese overheid van dit pad zou doen afwijken, moet gezocht worden in de ontwikkeling van de vastgoedprijzen. Wanneer zou blijken dat de vastgoedsector opnieuw het merendeel van de liquiditeiten naar zich toe weet te trekken en daardoor de kans op de ontwikkeling van een zeepbel verhoogt, moet de overheid ingrijpen op de interbancaire geldmarkten.

De correctieve ingreep van de monetaire overheid bestaat er dan in om gedurende enkele weken een kunstmatige liquiditeitsschaarste te creëren waardoor de vastgoedsector (en helaas ook de industrie) afgesneden wordt van nieuwe kredieten. De ontwikkelingsfase van zo'n politiek kan men vrij snel opmerken op basis van het verschil tussen de beleidsrente en de interbancaire tarieven. Wanneer de interbancaire rente in verhouding toeneemt, grijpt de monetaire overheid snel in door verder liquiditeit te onttrekken aan de geldmarkten waardoor de marktrente zodanig toeneemt dat er een sterk ontradend effect op verdere kredietopnames wordt veroorzaakt.

Moest u overigens een parallel zien tussen deze politiek en het toedienen van antibiotica, dan hebt u wellicht gelijk: effectief maar weinig efficiënt, want onvoldoende selectief ...

Maar hoe dan ook: uit de onderstaande grafiek blijkt dat we ons momenteel niet onnodig zorgen moeten maken over een abrupte beëindiging van de Chinese monetaire stimulansen. De kredietvorming verloopt blijkbaar in die sectoren waar de overheid dat graag ziet gebeuren.

Grafiek 1: Chinese beleidsrente (blauw) en interbancaire tarieven (rood)



De stevig opgelopen koersen op de Chinese beurzen (verdubbeld op een jaar tijd!) hebben echter intussen de vanzelfsprekende vraag uitgelokt naar de houdbaarheid van het bereikte waarderingsniveau. Eén manier om hiernaar te kijken bestaat erin om de (verwachte) koers-winstverhoudingen tussen de verschillende wereldbeurzen onderling te vergelijken. Deze oefening leidt al snel tot een merkwaardige vaststelling: de recente heroïsche klim van de aandelenindex van de Grote Rode Reus was blijkbaar niets anders dan een opwaartse correctie van zijn koers-winstverhouding tot het niveau van de Europese, Amerikaanse of Indische aandelenmarkten.

Grafiek 2: koers-winstverhouding China, Europa, VS en India



Eens de Chinese overheid ook het pad van de monetaire stimuli had gekozen, was er immers ook geen reden meer om de Chinese beurs op een lager koers-winstgetal te waarderen. Wanneer het niveau van de overige beurzen bereikt werd, valt echter deze herwaarderingsmechaniek stil. Dat betekent onder meer dat de koersevolutie van de Chinese aandelenindex in de onmiddellijke toekomst vrij gelijklopend zal zijn met de overige wereldbeurzen.

De merkwaardige evolutie van de ontwikkeling van de Duitse langetermijnrente vormde de tweede steen des aanstoots voor de aandelenmarkten. Op zich lijkt dat inderdaad erg bevreemdend. Was het immers niet de bedoeling om via het massale QE-programma van de ECB de rente op Europese overheidsobligaties op een dermate ontradend laag peil te brengen dat banken die rendabiliteit zoeken, verplicht zullen zijn om meer kredieten te verstrekken (en daarmee de eurozone uit haar economische impasse helpen te tillen)?

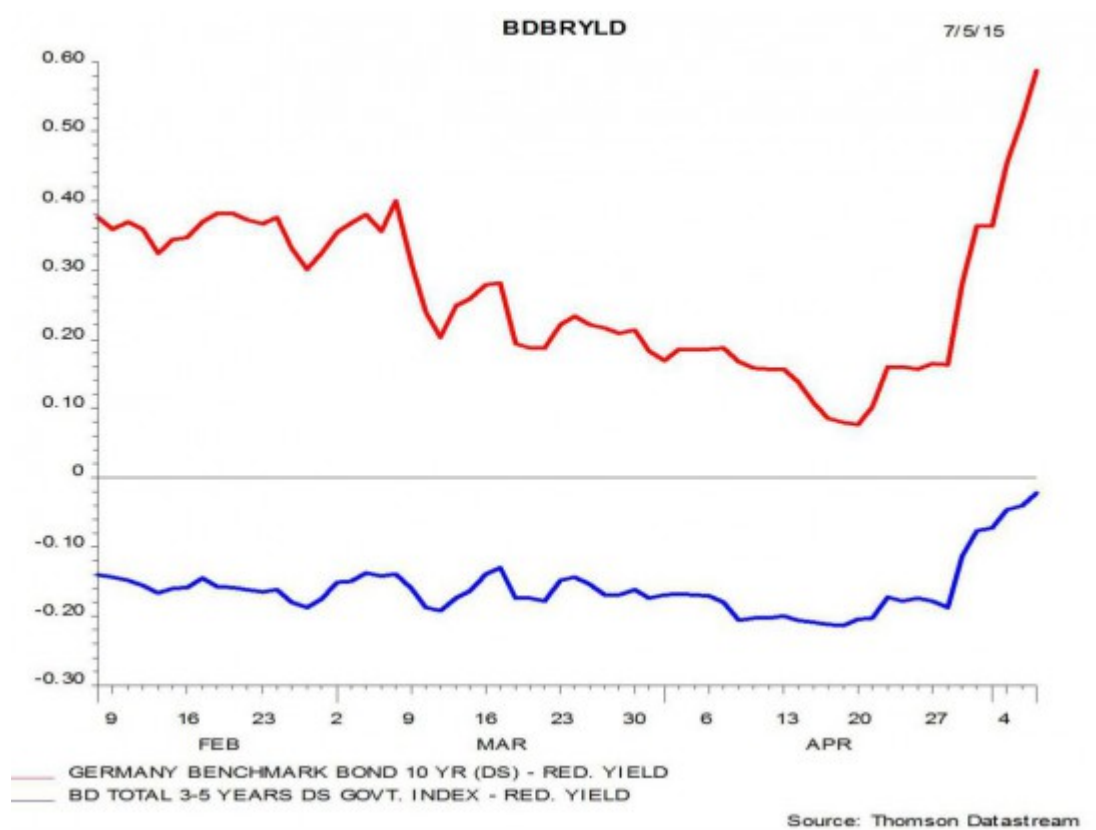
In april werd het voorziene quotum van 60 miljard euro netjes besteed, waarna - tot onze consternatie - de ECB-verantwoordelijke aangaf dat er dus geen verdere aankopen meer dienden te gebeuren. Dat *lijkt* erg onhandig: de rentetarieven op Europese overheidsobligaties worden al geruime tijd kunstmatig gehouden via ECB-aankopen. Wanneer men dan te kennen geeft dat er gedurende een (korte) periode geen aankopen meer moeten gebeuren, veert de rente terug op naar zijn natuurlijke niveau.

Daardoor gaat een flink gedeelte van de geleverde inspanningen weer verloren ... Dat lijkt zodanig onhandig dat we bijna niet anders kunnen dan aannemen dat hier misschien een of ander plannetje achter schuilgaat.

Dat lijkt ook zo te zijn. De aankooppolitiek van de ECB was immers dermate voorspelbaar geworden dat sommige banken gewoon bijkomend obligaties opkochten in plaats van ze te verkopen (om vervolgens de vrijgekomen middelen om te zetten in kredieten, zoals bedoeld door de ECB). Wanneer de traders van de banken menen dat de rente volgende week nog lager staat dan deze week (zelfs al is het niveau van de rente negatief), dan blijven ze gewoon obligaties kopen en daarop tradingwinsten realiseren en zal de ECB haar doelstellingen niet bereiken, ondanks de miljardenstroom aan liquide

middelen die in de Europese economie worden gepompt.

Grafiek 3: Duitse rente op 10 jaar en 3 tot 5 jaar



Er bestaat echter een doeltreffende tactiek tegen dit ongewenste gedrag: je laat als monetaire overheid plotseling de stoom uit de ketel waardoor de rente abrupt stijgt en de traders totaal onverwacht met zware verliezen opgezadeld zitten en vandaar in de toekomst hun opportunistische investeringsgedrag moeten bijsturen. Op die manier zullen uiteindelijk de zeer lage rentetarieven wel de aanleiding vormen tot het strategisch verkopen van obligaties (en de vorming van kredieten aan de industrie bevorderen) en niet langer tot speculatieve aankopen van overheidsobligaties (waardoor kredietvorming wordt afgezwakt).

U herkent ongetwijfeld de volgende situatie waarbij je op de autoweg netjes en met veel burgerzin aan de kant gaat staan om een ambulance met loeiende sirenes vrije doorgang te verschaffen, met in zijn zog een sliert opportunistische motorrijders. Lichtjes ergerlijk, net zoals het gedrag van de obligatiehandelaars. Als de ambulance dan plotseling eens remt ...

De Amerikaanse situatie is echter complexer en wordt vooral getroebleerd door een reeks economische cijfers die zichzelf lijken tegen te spreken. De democratische regering maakt daarvan dankbaar gebruik om via de Centrale Bank de eventuele verhoging van de rentetarieven op korte termijn zolang mogelijk uit te stellen. Maar dat betekent ook dat de economische groei additioneel wordt gestimuleerd, wat overigens conform is met het vooruitzicht van een economische groei van 2,6 %, dat kan worden afgeleid uit de (gecorrigeerde) ISM-cijfers en het groeiritme van de vacatures (dat een verdere opstoot in werkgelegenheid tegen het einde van het jaar voorspelt). Vermits de rentevoeten op lange termijn de verwachte reële groei weerspiegelen, gaat hierdoor ook een opwaartse kracht inwerken op de rente op Amerikaanse overheidsobligaties.

Zowel de Chinese, Amerikaanse als Europese context lijkt ons vandaar nog voldoende ondersteunend te zijn voor hogere beurskoersen en in Europa ook voor obligaties uit Ierland en de Zuid-Europese lidstaten.

De recente dalingen op de aandelenbeurzen vormen dan ook eerder een (beperkte) aankoopaanlegenschap voor aandelen, maar dat geldt minder voor Amerikaanse obligaties. In de zone van Europese obligaties beperken we ons al geruime tijd tot Ierse, Spaanse en Italiaanse obligaties. Ook daar vormde de recente spreadverbreding eerder een aankoopaanlegenschap. Dit laatste natuurlijk onder de hypothese dat ook deze keer de rede het haalt in de aanslepende discussie over de schuldpositie van Griekenland.

Het IMF heeft overigens overschot van gelijk als het beweert dat de eurozone dit probleem intern moet kunnen oplossen, zonder verdere aanvullende steun van de internationale gemeenschap. Het probleem werd immers gecreëerd door de lakse politiek in de eerste helft van het vorige decennium en het gebrek aan doortastende maatregelen bij het uitbreken van de crisis.

Duitsland (en aangelanden) hebben ook overschot van gelijk door erop te wijzen dat hulp aan Griekenland gelijkaardig gedrag kan uitlokken bij andere landen, zodat de eurozone uiteindelijk dreigt ten onder te gaan aan het misbruik van de inter-Europese solidariteit ...

En de Grieken hebben overschot van gelijk door erop te wijzen dat in de afgelopen jaren verregaande besparingen werden doorgevoerd met diepsnijdende sociale gevolgen, zonder dat dit de Griekse bevolking ook maar één stap korter bij een oplossing heeft gebracht. Een Marshallplan met een doelgericht investeringsbeleid (mits correcte opvolging) lijkt vandaar een beter alternatief. Naar Duits voorbeeld, overigens (een argument dat onze volledige sympathie weet weg te dragen).

Maar als iedereen rond de tafel gelijk heeft, wordt het moeilijker om een compromis te bereiken.