

Tussen allerlei andere nuttige activiteiten door, zoals het versjouwen van menhirs, het uiteenranselen van Romeinse legioenen en het ecologisch verantwoord uitdunnen van de lokale everzwijnenbevolking, wist Obelix ook op scherpzinnige wijze de vreemde gewoontes van de Romeinse bezettingsmacht te typeren: “Rare jongens, die Romeinen”. Of om korter bij het origineel te blijven: “Ils sont fous, ces Romains”. Een speelse allusie van de auteurs op het roemruchte insigne van het Romeinse leger, SPQR: Sono pazzi questi Romani ...

Moest de zwaarlijvige Galliër ons nu met een bezoek vereren, zouden we hem enerzijds vragen om zijn menhir even opzij te zetten om ons te helpen om de aandelenbeurzen weer omhoog te tillen, maar anderzijds ook om zijn uitgesproken mening vragen over de recente gang van zaken op de financiële markten. Wij twijfelen niet aan zijn omschrijving: “Rare jongens, die beleggers”. Sono pazzi questi investitori ...

De Federal Reserve kondigde immers donderdagavond de gewenste beslissing af, met name dat er vooralsnog niet aan de zeer lage beleidsrente geraakt zou worden. Maar na een korte, initiële opstoot op de beurzen, voelden beleggers snel weer de behoefte om lagere regionen te gaan opzoeken. Ook al was een dergelijke beweging moeilijk voorspelbaar, daarom is ze nog niet irrationeel (en al zeker niet onomkeerbaar op wat langere termijn).

De woorden van de Fed-voorzitter waren donderdagavond nog niet eens koud vooraleer de beleggerskudde op zoek ging naar een mogelijke negatieve interpretatie die onderliggend verscholen lag onder de (volkomen) terechte beslissing om de kortetermijnrentetarieven in de VS niet te verhogen.

De beleidsrente blijft tot nader order gesitueerd tussen 0 en 0,25 %, een beslissing die enerzijds gemotiveerd werd op basis van de lage inflatie maar anderzijds (iets te nadrukkelijk) verwees naar de zwakke wereldconjunctuur die nu weinig baat zou vinden bij een renteverhoging. Wellicht zou daardoor immers ook de dollarkoers substantieel versterken waardoor de exportkansen van de (sterk verzwakte) Amerikaanse industrie verder afnemen, terwijl dat de munten van de groeilanden onnodig onder druk zou brengen. Hierdoor zouden ook lokaal de rentetarieven moeten toenemen en dit precies op een moment dat quasi alle *emerging markets* het manifest laten afweten op het vlak van economische groei. Enerzijds door een extreme terugval van de grondstoffenprijzen (die Latijns-Amerika en Rusland diep in het economische hart treft) en anderzijds door de aanhoudende groeikrampen in China, die de Aziatische economische ontwikkeling - op zijn minst gezegd - momenteel geen goed doet.

Grafiek 1: evolutie van de grondstoffenindex in USD (rood) en EUR



10 op 10 dus voor de beslissing van voorzitter Yellen, die zich niet liet beïnvloeden door enkele kortzichtige *hardliners* die nadrukkelijk blijven verwijzen naar de (relatief) lage werkloosheidscijfers en de (relatief) sterke prestaties van de Amerikaanse dienstensector en hoofdzakelijk op het binnenland gerichte sectoren zoals de bouw. Vermits de schade van een rentestijging aan de industriële economie echter groter is dan het voordeel ervan aan de dienstensector, nam de Amerikaanse centrale bank de zeer terechte beslissing om niet te verhogen.

Maar de *hawks* houden voet bij stuk en beloofden met klem hun argumenten te blijven herhalen tot de Fed haar monetaire beleid zal wijzigen. Deze argumentatie heeft momenteel echter weinig tastbare onderbouw en is grotendeels gebaseerd op een misplaatst chauvinisme en een populistisch isolationisme, maar zou aan kracht kunnen winnen wanneer het volgende werkloosheidsrapport wijst op een verdere verbetering, waardoor het nog moeilijk uit te sluiten valt dat er loonspanningen (de nucleus van inflatie) kunnen ontstaan. Deze blijvende onzekerheid werpt zijn negatieve schaduw op de financiële markten, zodat de zenuwen van beleggers gespannen blijven en alleszins nog geen euforie kraaien, ondanks de gunstige beslissing van de Federal Reserve. Als de dienstensector in de VS verder zou gaan op zijn krachtige elan, lijkt een renteverhoging bij een van de volgende bijeenkomsten nog moeilijk uit te sluiten, maar het lijkt toch minder waarschijnlijk geworden dat deze stijging zich nog in 2015 zou realiseren. De kans daarop is alleszins gezakt tot lager dan 50 %.

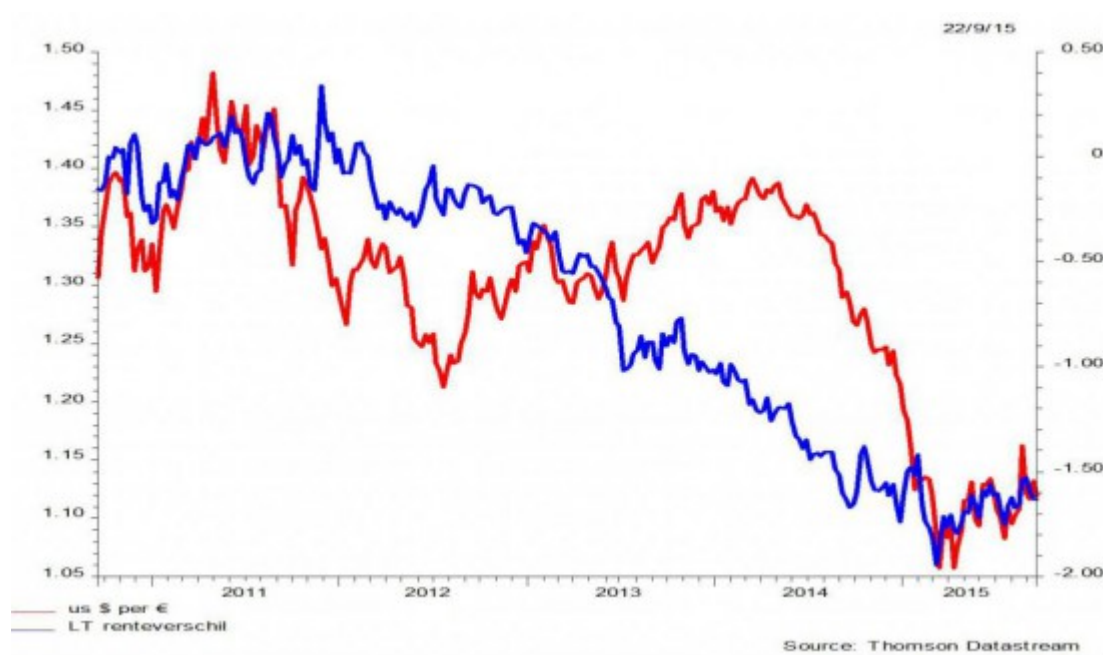
De aandelenmarkten moeten dus hopen dat intussen de rentedalingen, versneld opgestarte infrastructuurwerken en hogere kredietvolumes in China en de extreem expansieve monetaire politiek in de eurozone voor voldoende tegengewicht zullen zorgen.

De beide evoluties zijn zeker mogelijk. Maar de twijfel daarover is vooral gevoed door de vraag of die economische herstellbeweging zich in de komende maanden voldoende overtuigend kan manifesteren om een nieuwe beursklim te kunnen verantwoorden.

De gevreesde daling van de dollarkoers, waarvoor Europese exportbedrijven ongenueanceerd werden afgestraft op de

beurzen, lijkt intussen afgewend. Vergeet immers niet dat indien de beleidsrente ongewijzigd blijft, de kansen op inflatie in de VS wat toenemen (een verantwoorde gok, volgens ons) waardoor de langetermijnrente op zijn beurt een opwaartse neiging zal vertonen in vergelijking met de Europese tarieven, waardoor de USD eerder zal toenemen dan afnemen.

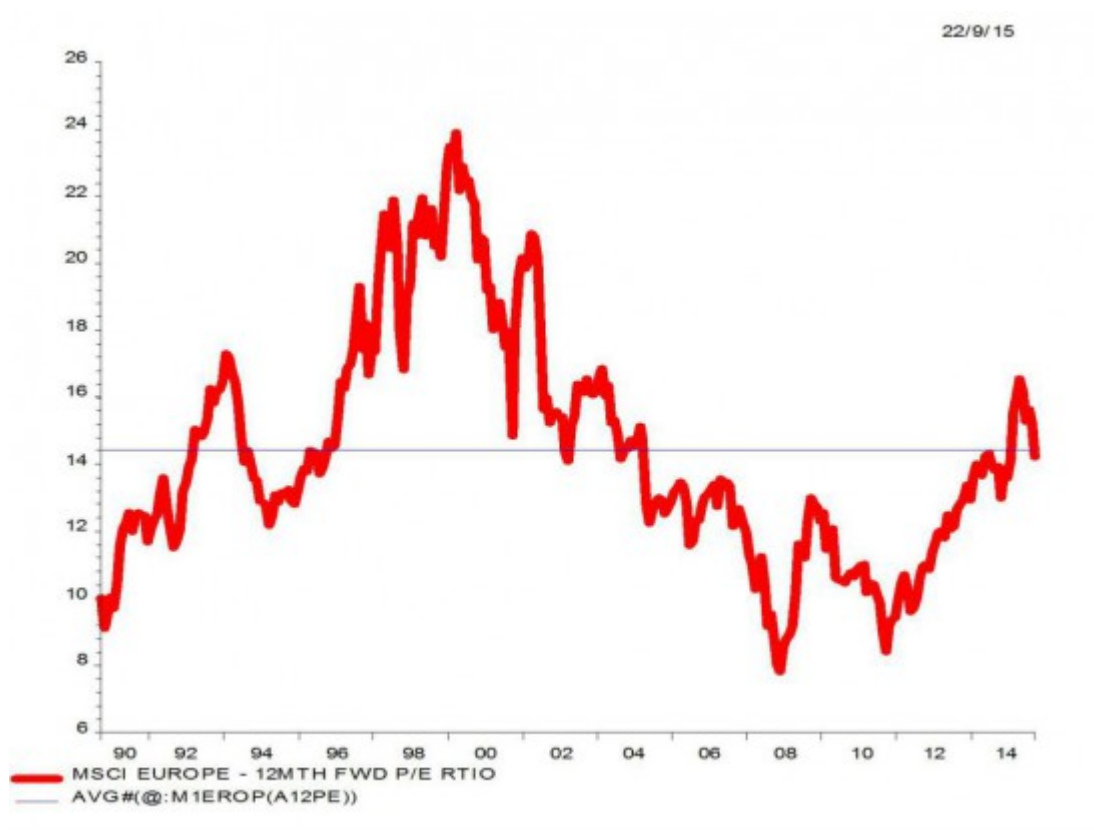
Grafiek 2: evolutie van de wisselkoers USD / EUR (linkeras) en het rentevershil tussen Duitsland en de VS (rechteras)



Voor een goed begrip: de dollar wordt 'sterker' ten opzichte van de euro, wanneer de rode lijn daalt. Dan moeten er immers minder dollars per euro worden betaald.

De afwachtende houding die beleggers momenteel aannemen, is dus begrijpelijk en zal aanhouden tot er wat meer duidelijkheid komt over de opgesomde parameters. Ook wij houden bij onze assetallocatie een neutraal standpunt aan. Scherpe neerwaartse aanpassingen van de beleggingspercentages lijken echter niet nodig. De (verwachte) koers-winstverhoudingen geven alleszins aan dat de huidige waarderingen bezwaarlijk als duur kunnen worden omschreven, zeker wanneer de huidige extreem lage rentestand mee in rekening mag worden gebracht.

Grafiek 3: verwachte koers-winstverhouding Europese aandelen (rood: evolutie koers-winstverhouding; blauw: gemiddelde waarde koers-winstverhouding over 25 jaar)



Van beleggers wordt in een dergelijke periode een flinke dosis zelfbeheersing gevraagd, wat voortdurend wordt getest. Op ieder moment is er wel een cijfer of een anekdote te vinden, die een negatief scenario zal ondersteunen, waarbij de gespannen zenuwen bij een aantal investeerders ongetwijfeld zullen doorslaan. (Vandaag is dat bijvoorbeeld de afgenomen hoeveelheid nikkel die naar China wordt verscheept). Het is op die momenten dat op basis van een onderkoelde analyse een belegger de fundamenten aanlegt voor een evenwichtige portefeuillesamenstelling, zonder dat dit betekent dat we die periode als 'supersolden' omschrijven. Gewoon voorzichtig, zonder enige druk, kwalitatief hoogstaande waarden opbouwen, vooral in Europa en de VS, aangevuld met Europese overheidsobligaties op middellange termijn.

Maar grif toegegeven, een glaasje van de legendarische Gallische toverdrank zou ons momenteel welgevallig zijn ...