

Er dienen zich spontaan wel meerdere kandidaten aan maar de meest voorkomende om deze volkse zegwijze te vervolledigen, heeft wellicht te maken met allerlei voor- , achter- , draai- en keukendeuren. Een snelle "Google" bevestigt dit vermoeden.

Een grote vergissing.

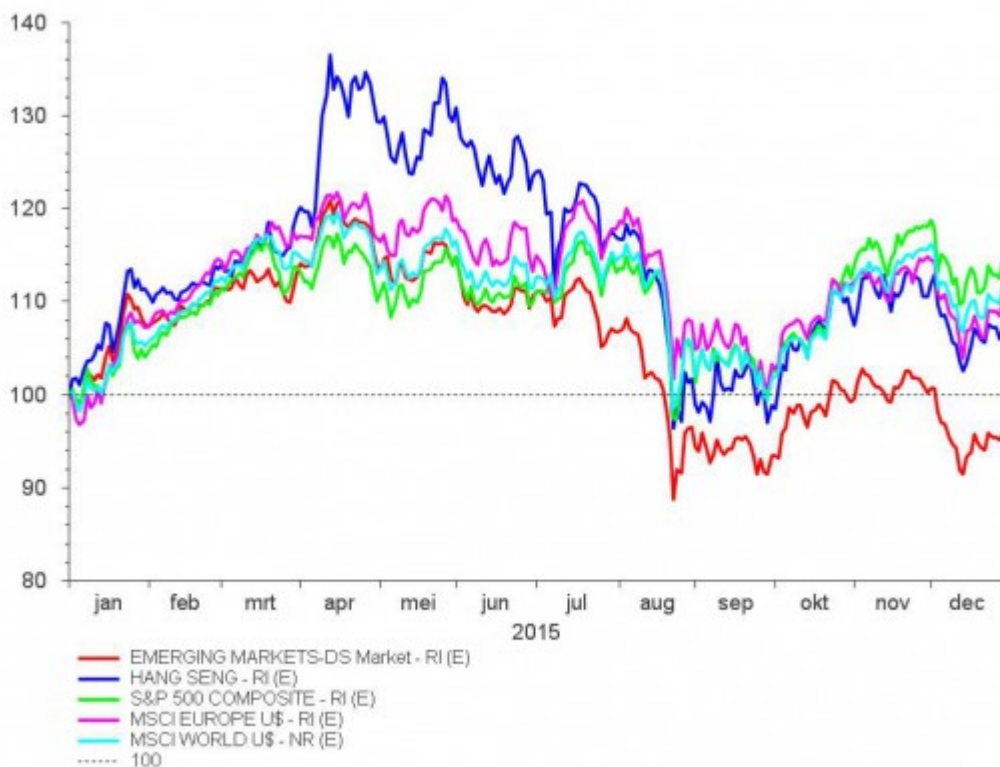
U vraagt zich misschien af waaraan deze nuttige opvulling van een gat in een muur een dergelijke reputatie heeft verdiend. Wel, ... door een toeval. In het Oudgermaans en vroeg-middeleeuws Nederlands was een *deur* een andere uitdrukking voor een nar, de vaste grappenmaker aan het hof van weleer. Vandaar de uitdrukking: *zo zot als een deur*. Vermits we echter in de loop van de eeuwen de betekenis volledig blijken te zijn verloren, moest er maar wat verzonnen worden om aan dit - overigens handige - gebruiksvoorwerp toch een kwalijke klank mee te geven. Misschien de draaiende beweging?

Kijk, van zulke misverstanden worden we naargeestig gestemd. De ware betekenis ligt te ver in het verleden, zodat we uiteindelijk betekenisloze uitdrukkingen gaan gebruiken. Vandaar dat we voorstellen om de zegswijze in de titel te complementeren met een meer hedendaagse invulling, zodat we de betekenis ten volle beseffen: zo zot als ... beleggers in 2015.

De bewegingen die we hebben moeten ondergaan op de financiële markten in 2015 waren immers grotendeels geïnspireerd door emotionele reacties, meestal nog aangevuurd door populistische commentatoren die maar al te goed weten dat een negatieve conclusie oneindig veel meer kans maakt om gepubliceerd te worden. Trouwens, als een doemscenario zich dan toch niet realiseert, dan wordt dit snel vergeven. Een verkeerd uitgedraaide, optimistische voorspelling dreigt de analist (en het medium dat deze analyse publiceerde) echter nog jarenlang te achtervolgen.

De kostprijs van dit alles? Gemiste opportuniteiten en paniekerig gedoe, waarvan het afgelopen jaar helaas een kroongetuige is geworden.

Grafiek 1 : Evolutie wereldbeurzen in 2015 (in euro)



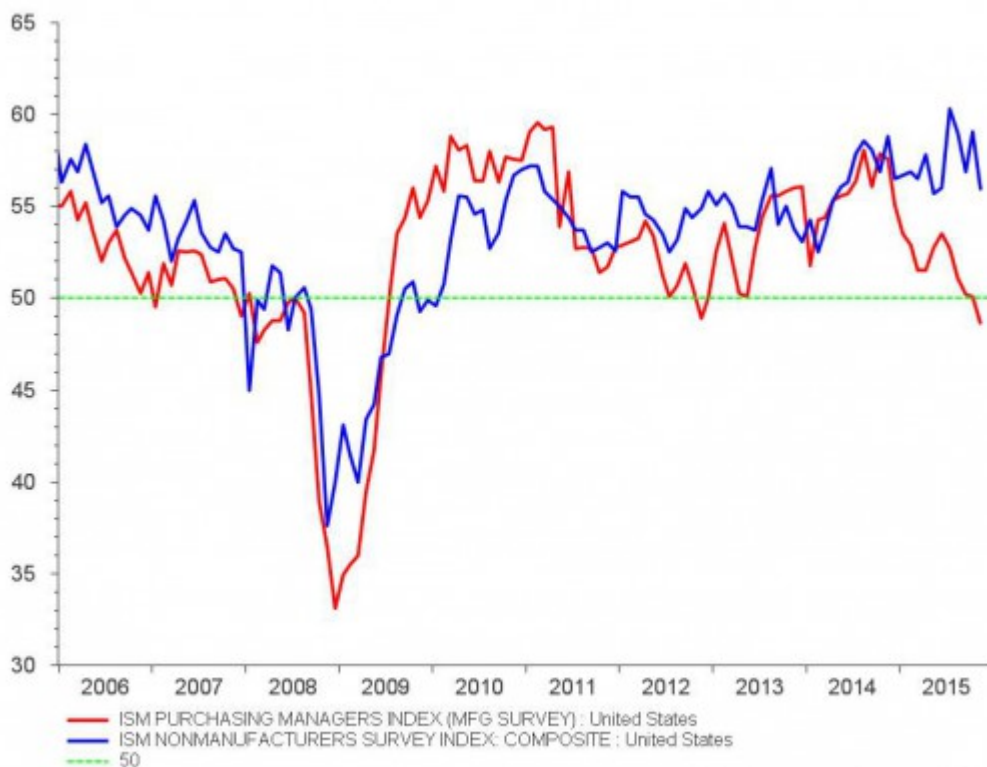
Bron: Thomson Reuters Datastream

2015 had nochtans alles om een rustig jaar te worden waar aan de scherpe opwaartse klim van de wereldbeurzen sinds november 2011, een gezapig vervolg kon worden gebreid. De eerste maanden verliepen ook volgens dit scenario. Misschien dat de beursklim in bepaalde regio's de aandelenkoersen naar een te optimistisch niveau hadden opgetild, zoals de Chinese CSI 300-index, maar dat gold zeker niet voor de grote wereldbeurzen: De lage rente, dalende energieprijzen, stimulerende monetaire politiek en het geleidelijk herstel in ondernemingsvertrouwen en bedrijfsresultaten vormden een context die de hoge stand van zowel aandelen- als obligatiekoersen min of meer kon verantwoorden. Daarenboven stonden de vereiste risicopremies op een peil dat onverantwoord hoog was, gegeven de lage beursvolatiliteit en het aanvankelijke herstel van de conjunctuur in de VS, de eurozone en China. Een daling van dergelijke risicopremies is van aard de beurzen verder op te tillen.

Na het eerste kwartaal begonnen in eerste fase vooral de Amerikaanse industriële conjunctuurindicatoren tekenen van verzwakking te vertonen. Op zich was dit niet onrustwekkend want deze verzwakking was gedeeltelijk een gevolg van de lagere energieprijzen. Dit drukt inderdaad de groeiverwachtingen in de (substantiële) olie- en gassector in de VS maar verhoogt tegelijk het consumptievertrouwen en het besteedbaar inkomen en zal uiteindelijk de economie in zijn opwaarts pad gaan versterken.

Grafiek 2: Evolutie ISM-indicatoren VSA

Blauw: diensten Rood: Industrie



Bron: Thomson Reuters Datastream

Meer nog: een zwakke industriële conjunctuur zorgde ervoor dat de agressieve monetaire politiek (vooral door middel van de extreem lage rentetarieven, want het quantitative easing programma was in november van 2014 al uitgedoofd) nog een tijdje verder kon worden gezet, bij gebrek aan enige inflatiedreiging.

Maar ook de Europese conjunctuur bleek - eens te meer - een trager groeipad dan verwacht te hebben gekozen, zodat het toekomstig tempo van de wereldgroei nadrukkelijk in vraag werd gesteld. Hierdoor daalden de grondstoffenprijzen verder en werd de neerwaartse spiraal in de olieprijsen verder versneld. Oorspronkelijk was deze laatste beweging initieel ingezet als een tactische zet van Saoedi-Arabië om het toenemende belang van schaliegas in de wereldwijde energievoorziening af te blokken en tegelijk de sjitische aartsvijand Iran de pas af te snijden wanneer het - na het ondertekenen van een vredesakkoord en het opheffen van de internationale handelsblokkades - terug olie zal mogen exporteren.

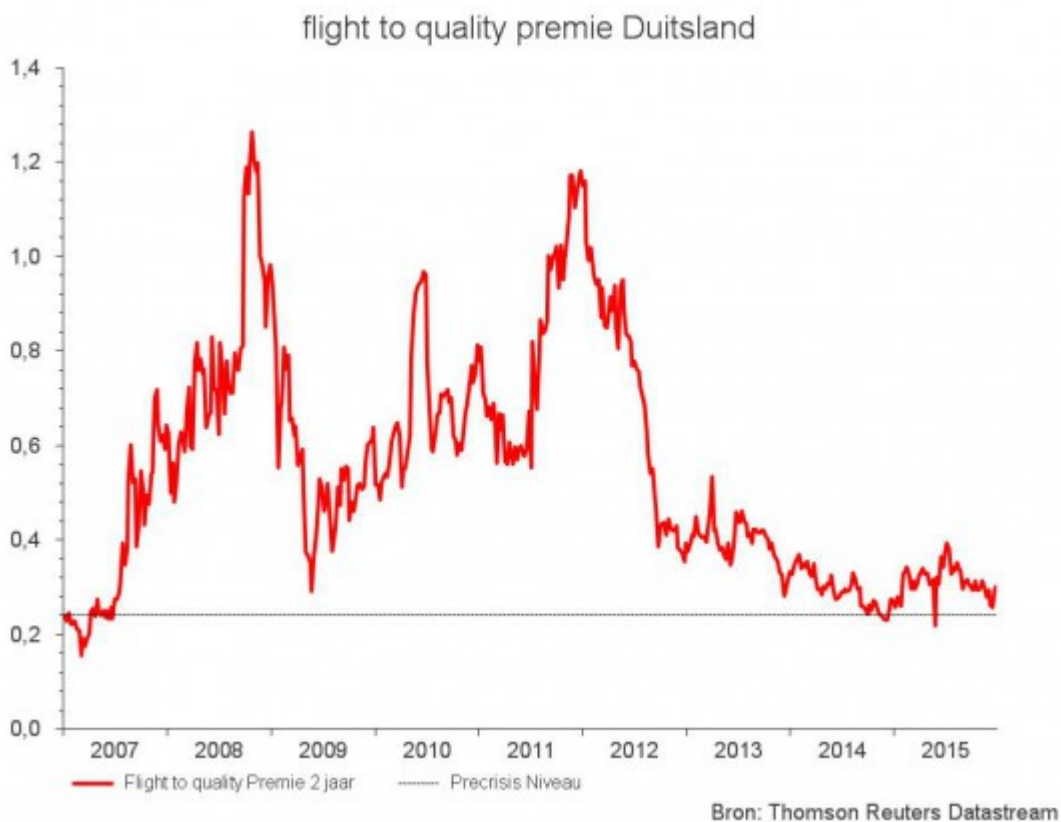
Grafiek 3: Olieprijs per vat in US \$



Intussen bleken ook de Chinese conjunctuurindicatoren enkele eerste alarmerende signalen uit te stoten. Initieel werd deze evolutie nog (terecht) gekaderd als een gewenste beweging om de Chinese economie tijdig te transformeren naar een consumptiegerichte binnenlandse economie en een op kwaliteit gerichte productie voor de exportmarkten.

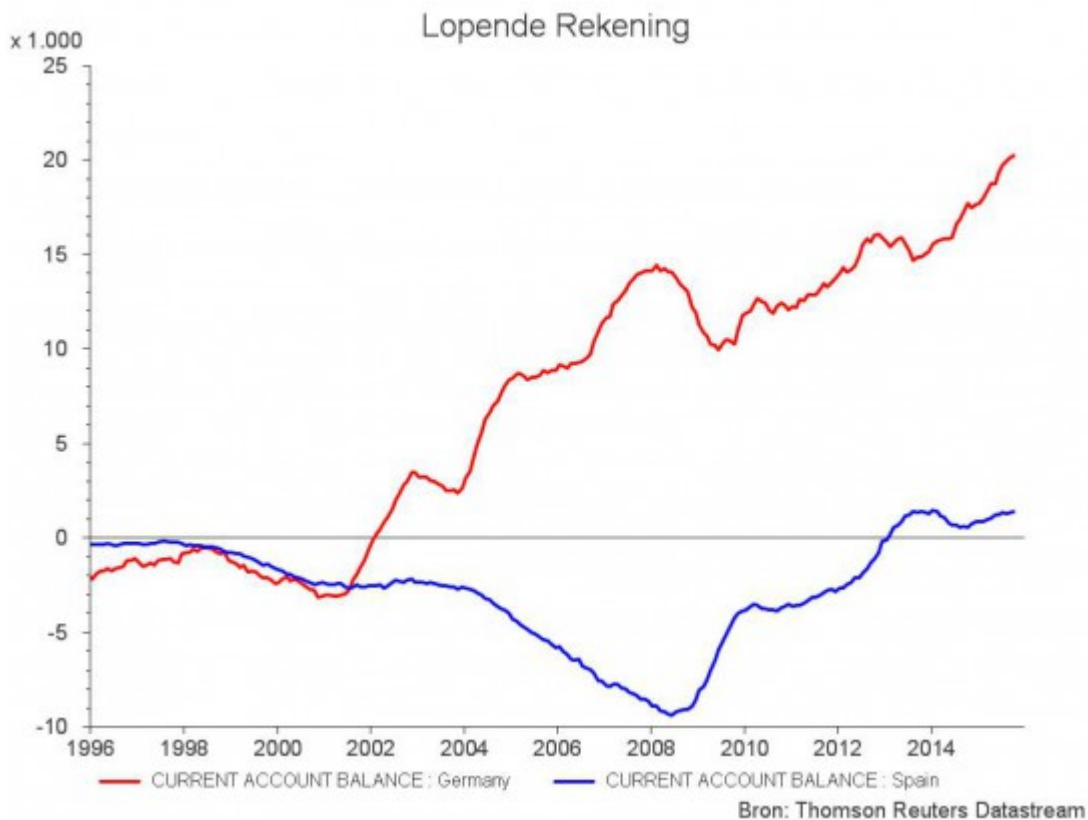
De financiële markten hadden medio 2015 echter andere katten te geselen. Het Griekse drama had zijn plaats in de schijnwerpers terug opgeëist en werd in de media sterk uitvergroot. Deze bühne bood immers aan meerdere politici een uitgelezen kans om zich alsnog te profileren en dit met een opvallend gebrek aan nuance. De aandelenmarkten en sommige obligatiebeurzen reageerden hierop zeer emotioneel, met sterke neerwaartse koersbewegingen tot gevolg. We stelden hierbij onmiddellijk dat het Griekse probleem inderdaad duidde op een belangrijk onderliggend probleem, met name het feit dat de opgelegde besparingen op zich onvoldoende zijn om een competitief sterk verslechterde situatie te herstellen. Onze risico-indicator gaf overigens weinig reden tot paniek. Indien er echt rekening diende te worden gehouden met een grexit, dan zou het renteververschil tussen Duitsland en de rest van de eurozone (de “flight to quality” premie) immers in belangrijkere zin zijn toegenomen. Het niveau tijdens de laatste crisis kwam nauwelijks boven het precrisisniveau van 2007.

Grafiek 4: Renteververschil Duitsland en eurozone (2 jaar)



De voor de hand liggende conclusie was dan ook dat de Griekse besparingen onverkort moesten worden voortgezet (om de budgettaire situatie op termijn recht te kunnen trekken) maar dat tegelijk de eurozone zou inzien dat verdere schuldherschikkingen en financiële steun nodig zouden blijven. Temeer omdat een grexit bijzonder ongelegen kwam en de eurozone op zich onnodig in een vertrouwenscrisis dreigde te werpen. Een dergelijk scenario zou in de eerste plaats Italië en Spanje slecht uitkomen. Alle besparingsinspanningen van deze landen zouden dan immers verloren gaan. Vandaar dat de politieke druk om een scenario van een Griekse exit te vermijden bijzonder hoog was. Vergeet hierbij ook niet dat bondskanselier Merkel een diploma in de fysica heeft. Het minimum wat men hiervan kan verwachten is dat de betrokkene stevig kan rekenen. Zelfs na enkele snelle berekeningen kan men al snel opmerken dat de grootste beneficiant van de eurozone wellicht Duitsland is. Een zwakke muntkoers en een extreem lage rente vormen een ideaal scenario voor onze Oosterburen op hun expansieve exportpad. De lopende rekening van Duitsland is immers opvallend sterk toegenomen sedert de invoering van de euro en dit niet enkel door de toegenomen intra-Europese handel maar ook door een betere positionering op de wereldmarkten.

Grafiek 5: Lopende Rekening Duitsland en (bijvoorbeeld) Spanje



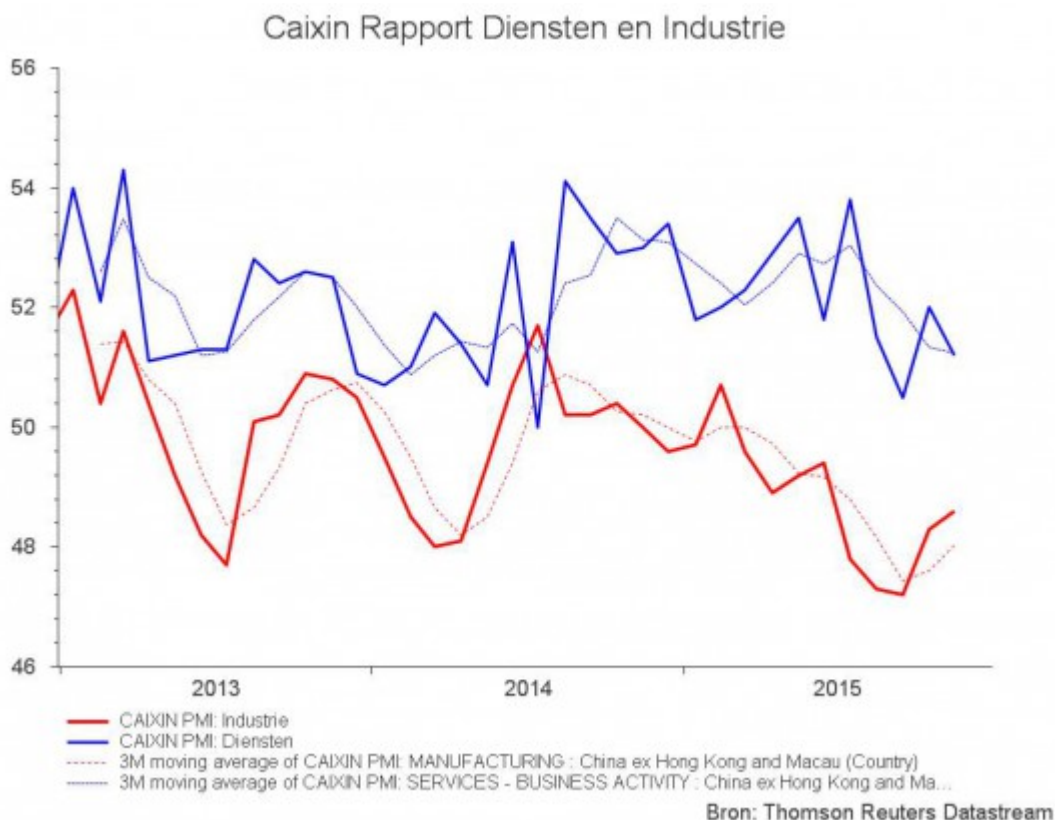
Een generatielange, extreem doorgedreven en succesrijke specialisatie in fijne mechaniek heeft natuurlijk wel zijn vruchten afgeworpen ...

De ankers op de aandelenbeurzen leken echter volledig losgeslagen, wat resulteerde in bijzonder sterke schommelingen. Bij het bereiken van het uiteindelijke compromis, voorspelbaar in zijn inhoud en timing, bleek de vreugde echter van zeer korte duur.

De Chinese industriële conjunctuurncijfers bleken immers in augustus naar een gevaarlijk peil te zijn weggezonden. Op zich vormde deze evolutie een betekenisvolle indicatie van een stevige en scherper dan verwachte groeivertraging. De paniecreactie die de wereldbeurzen overspoelde, was echter volkomen disproportioneel.

Grafiek 6: Caixin Conjunctuurrapport in China

Rood Industrie, Blauw Diensten

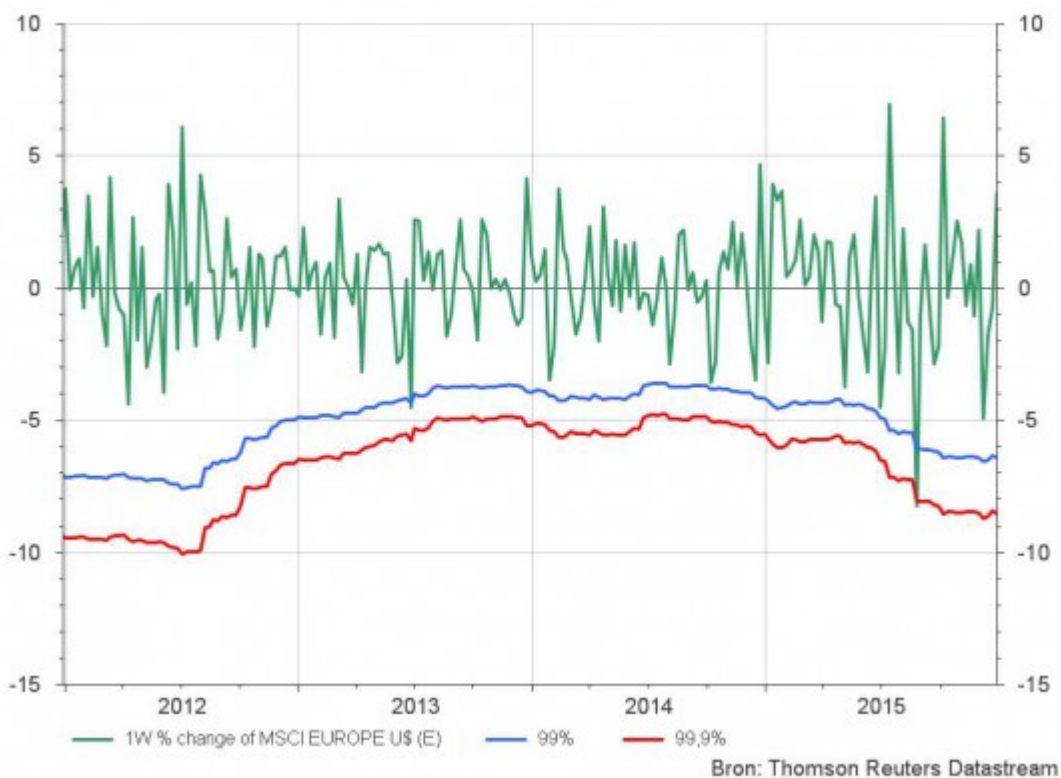


Het misverstand werd veroorzaakt door een verkeerde interpretatie van deze indicatoren. De negatieve ontwikkeling tot een niveau onder 50 duidt op een vertraging van de industriële groei (ergens in de buurt van 7 % naar 5,5 %) en niet op een recessie (zoals dat met de Westerse economieën het geval zou zijn).

Dit misverstand werd nog kracht bijgezet door de compleet onbegrepen “devaluatie” van de Chinese yuan ten opzichte van de dollar op 11 augustus. Deze, zeer beperkte koersaanpassing, bleek echter het gevolg van een eerdere aanbeveling van het IMF. Om als reservemunt binnen het IMF erkend te worden diende de wisselkoers van de yuan te worden geflexibiliseerd. Dit statuut is overigens intussen toegekend en zal (ergens) in 2016 worden uitgevoerd. Deze beweging werd echter volkomen verkeerd geïnterpreteerd als een desperate poging van de Chinese overheid om haar positie op de exportmarkten te herstellen en resulteerde in een (letterlijk) zelden geziene koersval op de wereldbeurzen.

Ter illustratie. Wanneer we de koersbeweging in de week van 25 augustus 2015 vanuit een statistische hoek bekijken, dan blijkt dit een koersval te zijn die men op weekbasis slechts 1 keer op 1000 moet verwachten (of eens om de 20 jaar). En dat allemaal om een misverstand ...

Grafiek 7: Koersbewegingen Eurostoxx op weekbasis



De groene lijn geeft hierbij de koersbewegingen weer op weekbasis.

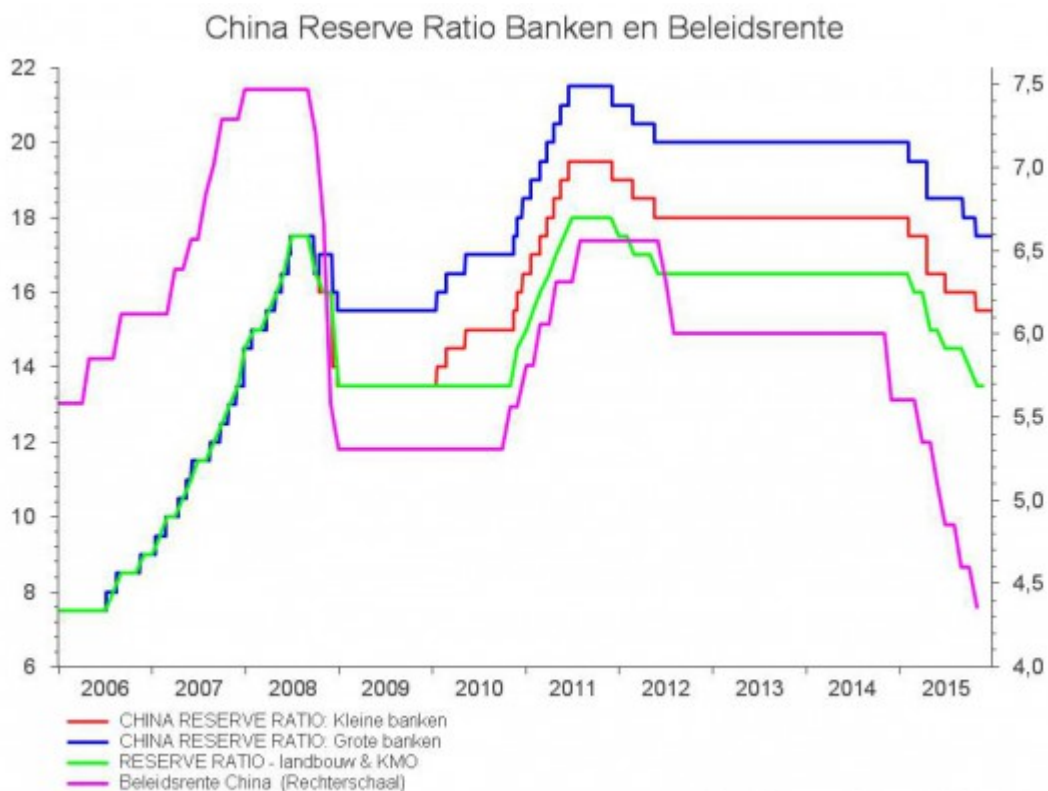
De blauwe lijn geeft de ondergrens op het 99 % betrouwbaarheidsinterval. D.w.z. dat slechts in 1 % moet worden verwacht dat het verlies nog erger is dan dit niveau.

De rode lijn geeft de ondergrens op het 99,9 % betrouwbaarheidsinterval. D.w.z. dat slechts in 0,1 % moet worden verwacht dat het verlies nog erger is dan dit niveau.

Overigens, de Chinese overheid beseft wel degelijk dat haar competitieve positie op de exportmarkten aanzienlijk is verslechterd over het afgelopen decennium door haar duurder geworden munt. Men kan dit merken aan de hogere reële effectieve wisselkoers, hetgeen betekent dat de uitgevoerde producten steeds duurder worden in productiekosten. Dit hoeft op zich overigens geen ramp te zijn indien een dergelijke ontwikkeling wordt gecompenseerd door hogere marges (en dus kwalitatief betere producten). Maar dat is slechts gedeeltelijk zo zodat de overheid toelaat dat de yuan geleidelijk wat verzwakt op de wisselmarkten. Een verzwakking van de Chinese munt is overigens vrij logisch, gelet op de scherp gedaalde beleidsrente en de lagere reserveverplichtingen van de banken, waardoor er (veel) meer yuans op de markt komen en dit tegen een lagere kostprijs.

Grafiek 8: reserveverplichtingen van banken en beleidsrente (rechteras)





Bron: Thomson Reuters Datastream

Deze ingrijpende maatregelen waren nodig om het beleid bij te sturen. In haar drang naar de realisatie van het noodzakelijke transitieproces heeft de Chinese regering wellicht te hard op de rem gestaan en onvoldoende rekening gehouden met de internationale groeivertraging, zodat een doortastende bijsturing van haar beleid absoluut nodig was.

Intussen lijkt de conjunctuurgolf (alleszins wat betreft de industriële component) terug een opwaartse beweging te hebben ingezet. Het is echter nog veel te vroeg om hieraan een duurzaam karakter te verlenen. De maatregelen van de Chinese overheid kunnen pas in het eerste kwartaal van 2016 worden geëvalueerd wat betreft de bereikte resultaten. De Chinese beurzen kozen na een dramatische inzinking gelukkig opnieuw voor een meer realistische ontwikkeling. Wij blijven vooralsnog opvallend afwezig op deze markten. Enkel Chinese consumptiegerelateerde aandelen vinden hun plaats in onze portefeuilles. Deze terughoudendheid veralgemenen we overigens tot de hele groep van groei landen, met als enige uitzondering India. Dit land heeft immers rechtstreeks baat bij de (veel) lagere grondstoffen-, voedsel- en energieprijzen.

Grafiek 9: Evolutie grondstoffenprijzen



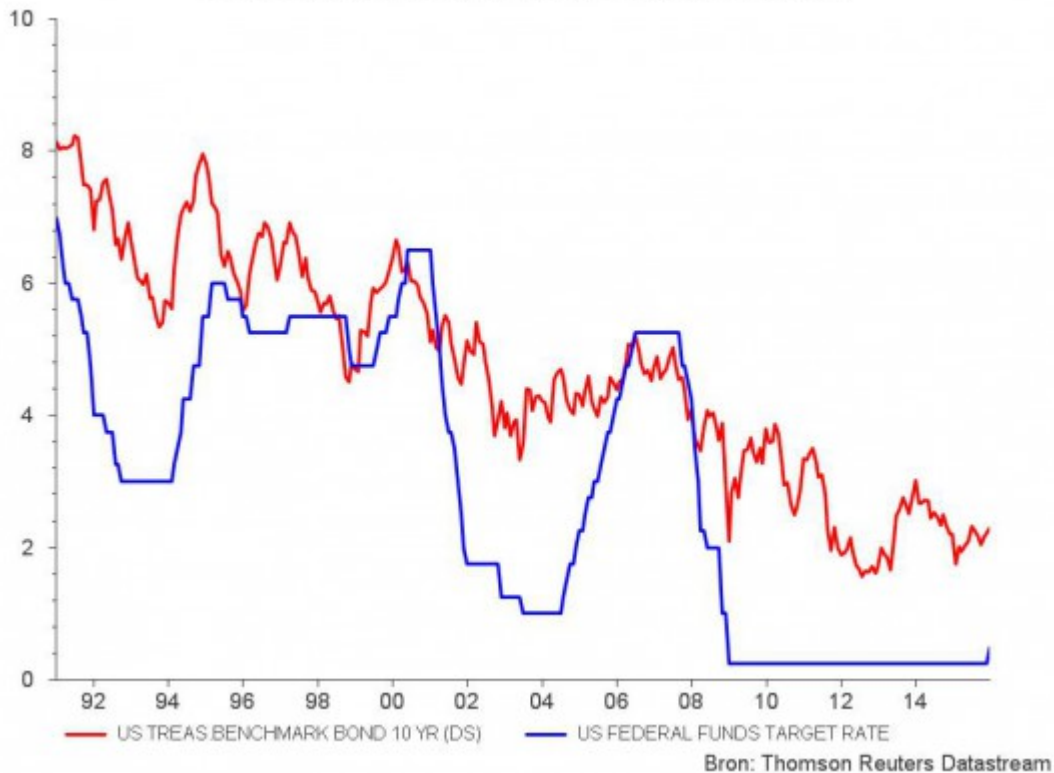
Het financiële strijdgevoel had zich tegen medio september verplaatst naar de coulissen van de Amerikaanse centrale bank. De analistengemeenschap (en in haar zog de intussen murw geslagen meute van beleggers) vreesde nu een onverhoedse ingreep van de Fed waarbij zou worden afgeweken van de nulrente die sedert 2008 in voege was.

Het werd stilaan wel tijd dat de Fed dit tarief wat opwaarts zou corrigeren, al was het maar als symbool dat ze alert was om in te grijpen indien de inflatie alsnog de kop zou opsteken. September leek echter geen aangewezen moment om tot een dergelijke ingreep over te gaan. Er waren enerzijds nog teveel vraagtekens over de effectieve ontwikkeling van de Amerikaanse arbeidsmarkt, terwijl anderzijds de verwarring op de wereldbeurzen geen goede voedingsbodem vormt voor een dergelijke beslissing. Dit zou immers een averechtse reactie kunnen uitlokken.

Ondanks de (verwachte en terechte) afwachtende houding van de Fed ontstond vrijwel onmiddellijk opnieuw een emotionele negatieve reactie. Telkens opnieuw kon de Amerikaanse beurs kracht vinden in de effectieve ontwikkeling van de bedrijfsresultaten (zij het beperkt tot de dienstensectoren), de lage rente en de dalende olieprijs, om zichzelf uit het moeras te tillen. Ook in de aanloop naar de decembervergadering van de Fed wist de beurs zichzelf vooruit te drijven in de wetenschap dat weliswaar de Fed met quasizekerheid de beleidsrente met 25 basispunten zou verhogen, maar dat dit in een positief kader moest worden geïnterpreteerd.

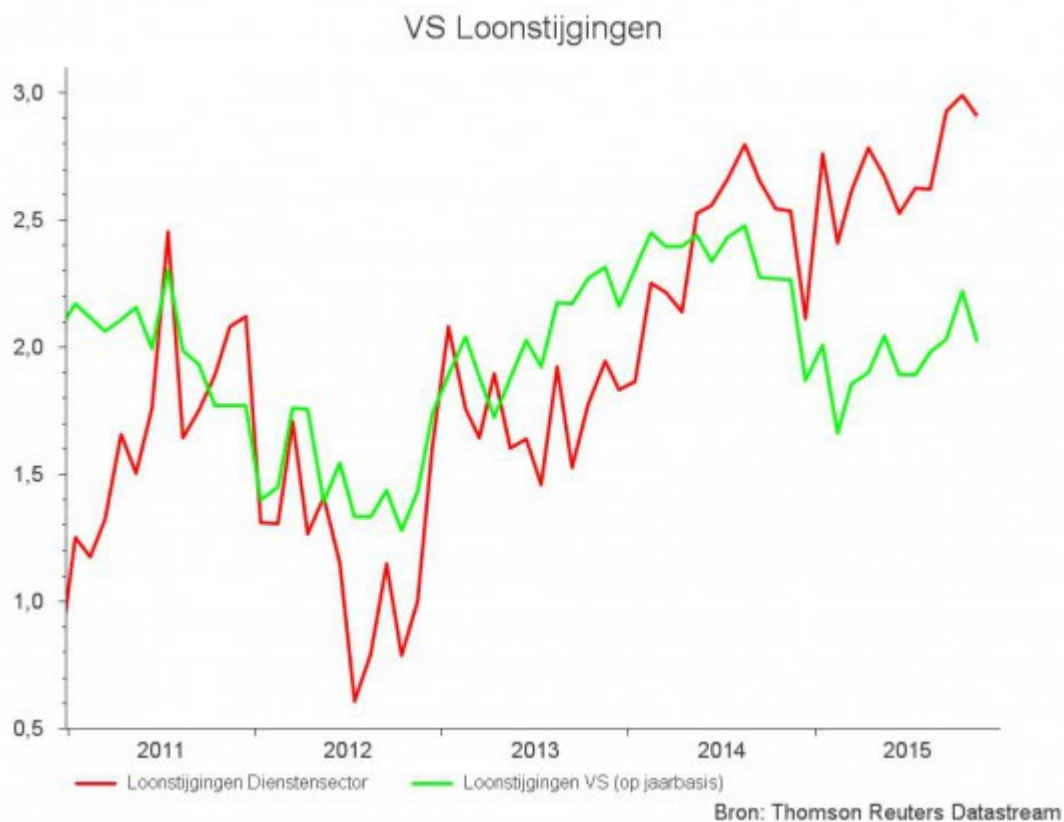
Grafiek 10: Beleidsrente VS

VS Beleidsrente en LT rente 10 jaar Overheid



Trouwens, in bijna alle gevallen wist de Amerikaanse beursindex zich substantieel hoger te tillen, één jaar na een dergelijke verhoging. De Amerikaanse centrale bank had overigens overschot van gelijk om de rente op te trekken. Weliswaar zijn er momenteel weinig of geen sporen van inflatie te ontwarren en blijft in het algemeen de loonspanning beperkt tot een bescheiden 2 % per jaar, maar wie inzoomt op deze gegevens merkt al snel dat de loonstijgingen in de dienstensector wél al een (oranje) knipperlicht doen branden, met stijgingen boven de 3 % op jaarbasis. Dat riep zeer kwalijke herinneringen op over het talmende beleid van de Fed in 2004 toen zich een gelijkaardige situatie voordeed en de centrale bank de beleidsrente doet opveren van 1 % naar 5 % en hiermee de huizenmarkt een fatale slag toediende. Met de gekende gevolgen in 2007-2008... Vandaar dat men nu liever wat vroeger in de looncyclus wenst in te grijpen.

Grafiek 11: Loonstijgingen VS: algemeen (groen) en dienstensector (rood)



Na opnieuw wat turbulentie (want iemand had opgemerkt dat het verwachte rentepad wat hoger werd getekend bij enkele Fed-gouverneurs) zette de Amerikaanse beurs echter een laatste eindspurt in. Europa volgde. Zoals meestal.

Terugblikken is makkelijk. Vooruitblikken is minder evident.

Bij gebrek aan natuurlijk ijs, gewagen we ons nochtans in de volgende dagen op het spekgladde parcours van de prognose.