

De doordeweekse consument kijkt er wekenlang naar uit. Met de traditionele prijzenslag in de Veld-, Nieuw- of Demerstraat, Bruul of Meir weet men telkens weer een horde enthousiaste koopjesjagers te mobiliseren. Niets daarvan wanneer op de financiële markten met dergelijke kortingen wordt gezwaaid. Beleggers balen van dergelijke praktijken, ook al omdat ze blijkbaar het signaal vormen voor een schare doemdenkers die van de gelegenheid gebruik maken om hun apocalyptische voorspelling nog maar eens ongevraagd uit de doeken te doen. Voor een goed begrip: ooit zullen ze gelijk krijgen, maar wij twijfelen eraan dat het einde werkelijk zo nabij zou zijn.

Alleszins is een dergelijke constellatie van aard om beleggers met te kortetermijnperspectieven van de beurzen weg te jagen. *Goodbye and good riddance*, als u het ons vraagt, want geduld is de primaire vereiste voor de opbouw van een degelijk rendement.

Wat ons echter meer bezighoudt, is de vraag of de recente koersval geen signalen bevat over een ernstige neerwaarts gerichte conjunctuurbeweging. Dergelijke koerscorrecties op aandelenmarkten doen zich echter vrij frequent voor, zonder dat hieruit te verregaande conclusies mogen worden getrokken. Sinds 1950 komen inzinkingen van 10 % of meer gemiddeld zowat om de twee tot drie jaar voor, zij het met sterk uiteenlopende intervalperiodes. In bijna 60 % van de gevallen eindigde de beursindex overigens nog in positieve regionen op het einde van datzelfde boekjaar. Voor wie een voldoende lange beleggingshorizon heeft, vormen dergelijke dalingen dan meestal ook niet het minste probleem, naast wat tijdelijke twijfels en oppervlakkige benauwdheid.

Grafiek: Evolutie wereldbeurzen sinds 01-2015 (returnindex in euro)



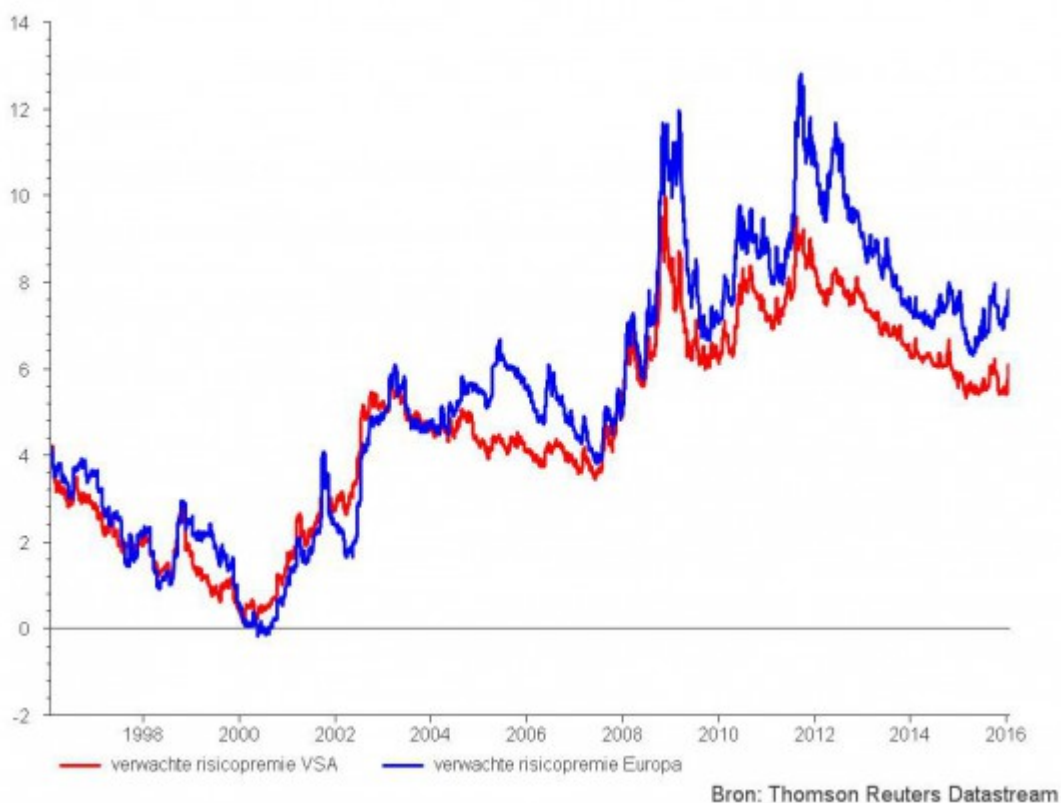
Bron: Thomson Reuters Datastream

Dieper gravende dalingen in de orde van een grootte van meer dan 20 % deden zich 23 keer voor tijdens de laatste 85 jaar (maar dat was inclusief de Grote depressie en WO II). In 16 van deze gevallen was de beursdaling enerzijds van relatief

korte duur maar bleek ze anderzijds ook geen enkele voorspellende waarde te hebben voor een toekomstige recessie. Dit inspireerde de grote econoom en Nobelprijswinnaar Paul A. Samuelson er overigens toe om te stellen dat 9 van de 5 recessies door de beurs voorspeld worden ...

Voor een goed begrip: economische voorspellingen kunnen niet rechtlijnig uit de evolutie van beurskoersen worden afgeleid. De koersvorming van genoteerde aandelen op zich bestaat immers uit een complex proces waarbij de conjunctuur slechts een (eerder marginaal) onderdeel vormt. Veel belangrijker zijn de vooruitzichten inzake rentetarieven en risicopremies. Vooral deze laatste hebben opnieuw alle aandacht naar zich toe weten te trekken. Wanneer beurzen dalen zonder directe aanleiding op het rente- of conjunctuurfront, dan duidt dit vooral op toenemende onzekerheid en verwarring over de toekomstige economische en geopolitieke ontwikkelingen.

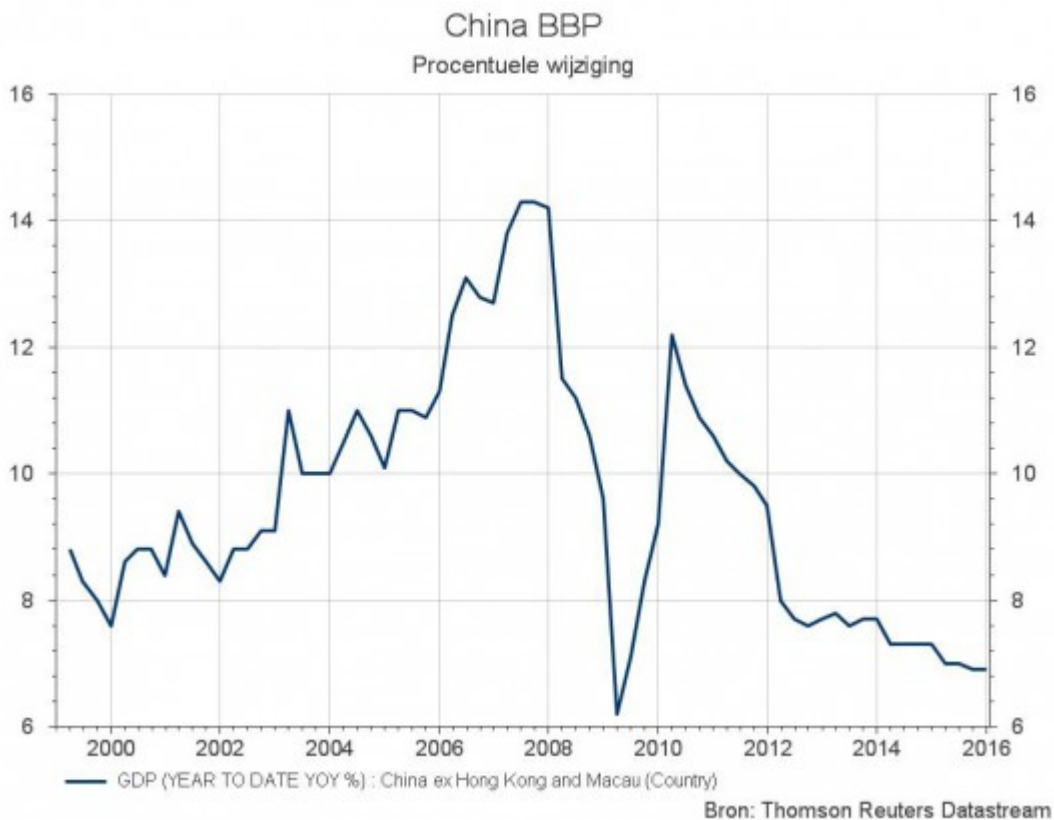
Grafiek: Evolutie van de vereiste risicopremie in de VS en Europa



(Een hogere risicopremie houdt in dat er een grotere buffer wordt gevormd tegen potentiële risico's. Dit drukt initieel de koersen, maar zal later worden afgebouwd en de beurzen terug hoger brengen.)

Tijdens de voorbije weken werd dit gevoel nog verder aangewakkerd door de verkeerde interpretatie van de gepubliceerde economische cijfers uit China en de spectaculaire buiteling van de olieprijs. Zoals we u regelmatig hebben aangegeven, verwijst de terugval in de conjunctuurbarometers in China naar een groeivertraging en niet - zoals dikwijls verkeerdelijk aangegeven - naar negatieve groei cijfers. De meest recente schatting voor de jaar-op-jaartoe name in 2015 van het BNP door het IMF bewijst deze stelling: 6,9 % is nog mijlenver verwijderd van het nulpunt, maar een dergelijke groeivertraging is natuurlijk van substantiële orde en van aard om de economie wereldwijd af te koelen.

Grafiek : Jaarlijks groeiritme BBP China



De verliezen op de aandelenmarkten verliepen intussen verdacht synchroon met de scherpe terugval van de zwarte smurrie, zodat hieruit de ongenueanceerde conclusie werd getrokken dat de lagere olieprijs een indicatie vormden voor de nakende, diepe knieval van de globale economie.

De val van de olieprijs is echter veel minder een kwestie van het uitvallen van de wereldvraag maar heeft veeleer te maken met het stelselmatig en bewust opvoeren van de productie om iedereen (zeg maar schaliegasproducenten en sjitische Iraniërs) die een exploitatiekost heeft boven de \$ 25 per vat het leven bijzonder onaangenaam te maken. Het potentiële faillissement van sommige Amerikaanse energiebedrijven weegt overigens zwaar door op de markt van bedrijfsobligaties waar de spreads opvallend zijn toegenomen, terwijl de substantiële olie- en gasindustrie in de VS (en vooral in Texas) rake klappen krijgt en de industriële economische indicatoren deprimeren.

Grafiek: Evolutie van de olieprijs in \$ en toename voorraden (OESO)



Op wat langere termijn zullen deze lagere petroleumrijzen echter de consumptie in Europa, de VS en Azië in belangrijke mate ten goede komen. Intussen moeten we echter eerst de negatieve consequenties ondergaan. Een terugval in de investeringen in deze sector, gecombineerd met toenemende terugbetalingsproblemen bij (sommige) bedrijven die in de olie- en gaswinning actief zijn.

Vanzelfsprekend dient ook rekening gehouden te worden met een verdere groeivertraging. Ook het IMF heeft in zijn recente *Outlook* zijn groeiprognose voor de wereldeconomie met 0,2 % bijgeknipt tot 3,4 % voor 2016 en respectievelijk tot 2,6 % en 1,7 % voor de VS en de eurozone. Mits een correcte monetaire en budgettaire politiek hoeft dit de beursniveaus echter niet onnodig te deprimeren. Integendeel, een dergelijke constellatie vormt meestal het platform voor hernieuwde recordpogingen in een latere fase. Het is in het verleden ook bijna altijd zo geweest dat in het trimester dat volgt op de eerste renteverhoging van de Fed, de aandelenkoersen wat onder druk komen te staan, terwijl ook bijna altijd de koersen na een jaar terug hoger staan dan bij het begin van de stijging van de beleidsrente. Bijna altijd ...

De Chinese economie zal in 2015 met ongeveer 6,9 % zijn gegroeid, terwijl het voorziene groeipad voor 2016 stabiel werd gehouden ten opzichte van eerdere prognoses van het IMF en dit op 6,3 %. De voorziene economische ontwikkeling bij de Rode Reus verloopt nog grotendeels tegen het voorziene groeitempo dat al jaren geleden werd vooropgesteld en dat in lijn ligt met een meer duurzame, houdbare economische ontwikkeling.

Maar wellicht heeft men destijds te weinig rekening gehouden met de indirecte impact van de opgelegde Chinese groeivertraging op de andere economieën, hetgeen dan weer voor een secundaire terugslag heeft gezorgd in China. De opeenvolgende rentedalingen hebben echter nog onvoldoende tijd gekregen om de conjunctuurbarometers in de gunstige zin te keren. Het paniekerige gedrag dat zich in de eerste twee weken op de Chinese aandelenmarkten heeft ontplooid, is vooralsnog niet aan ons besteed vermits wij enkel zijn blootgesteld aan het (beperkte) risico van consumptiegerelateerde aandelen, die overigens in relatief koersgedrag in positieve zin zijn afgeweken van de gemiddelde, frenetieke Chinese waarden.

Grafiek: Relatieve prestatie van Chinese consumptiegerelateerde waarden ten opzichte van de algemene Chinese beursindex

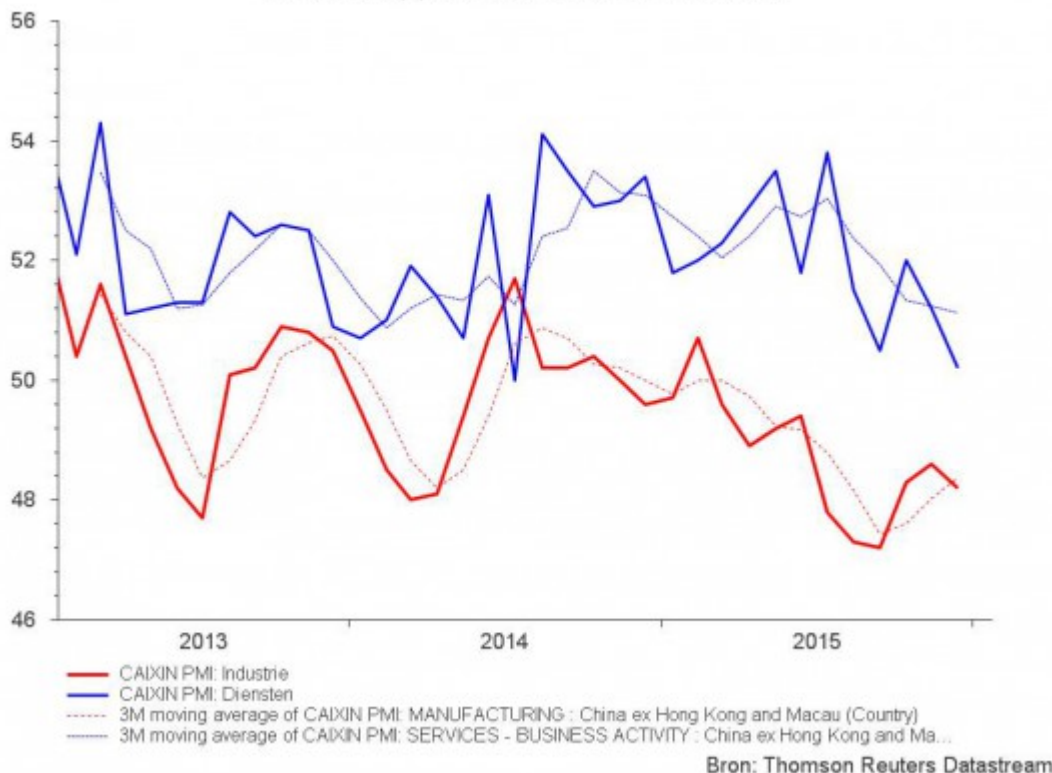


Maar ook wij zouden toch het nodige comfort willen vinden in een opwaartse beweging van het intussen beruchte Caixin-rapport. De commentaren van de PBOC (de Chinese Centrale bank) waren intussen geruststellend in die zin dat ze voldoende aandacht hebben beloofd voor de ontwikkelingen op de lokale financiële markten. Maar de sterkte van de dollarwisselkoers limiteert hun bewegingsruimte. Een verdere daling van de Chinese rente zal immers de yuan nog verder doen verzwakken en dergelijke ontwikkelingen kunnen de inflatie aanwakkeren. Het wordt wikken en wegen terwijl de tijd genadeloos verder tikt.

Er is duidelijk sprake van toenemende tijdsdruk. Begin februari worden de nieuwe Caixin-cijfers aan de beleggerswereld getoond terwijl op 8 februari het Chinese Nieuwjaar wordt ingezet, hetgeen een periode van één week van volledige inactiviteit inluidt op de Chinese financiële en economische markten.

Grafiek: Caixin-rapport Industrie en Diensten

Caixin Rapport Diensten en Industrie



Als de PBOC wat nuttig wenst te doen, is hiermee onmiddellijk het ideale moment bepaald ...

De paniekerige dalingen op de Europese en Amerikaanse beurzen vormden de slechte vertaling van wat oorspronkelijk nog als een groeivertraging werd omschreven tot een regelrecht recessiescenario. Voor een goed begrip: er is tot nu toe geen enkel signaal dat aangeeft dat noch de Europese, noch de Amerikaanse economie in de rode cijfers zou duiken. De daling van de olieprijs op zich vormt ook geen signaal van een recessie, maar de afname van investeringen in deze sector, kan de (onmiddellijke) economische groei van de VS mogelijkserwijze tot 0,5 % groei kosten, hetgeen echter zal worden gecompenseerd door een latere groei-impuls in dezelfde orde van grootte door de toename van het bestedingsbudget.

Het blijft in een dergelijke context echter essentieel dat de centrale banken zich zonder enige terughoudendheid blijven engageren om de economische groei te ondersteunen.

Voor de ECB is deze houding vanzelfsprekend. Er is immers geen enkele inflatiedreiging, de kredietgroei is eindelijk uit de rode cijfers maar nog te precair om aan haar lot te worden overgelaten terwijl de economische groei iedere verdere stimulant naar waarde zal weten te schatten. De ECB-voorzitter heeft echter in december 2015 nog wat pijlen op zijn boog gelaten, hetgeen de financiële markten destijds absoluut niet konden smaken maar nu kan aan deze reserve een nuttige bestemming worden gegeven, indien dit in de komende weken nodig zou blijken. De positieve ommekeer op de wereldmarkten liep dan ook niet toevallig samen met de maandelijkse vergadering van de ECB waar opnieuw een heilige eed werd gezworen de economische groei alle kansen te bieden door middel van (nog) lagere rentetarieven en een intensifiëren van het *quantitative easing* programma.

De kaarten voor de Amerikaanse centrale bank liggen echter veel complexer. Het is nog maar een maand geleden dat de Fed de beleidsrente hoogst symbolisch maar met een beperkte stap verhoogde en dit ondanks de afwezigheid van enige inflatiedruk en bij industriële conjunctuurbarometers die - op zijn minst gezegd - op ruw weer staan.

Grafiek: VS ISM indicatoren : Industrie en Diensten



Bron: Thomson Reuters Datastream

Deze ingreep op de beleidsrente was echter nodig om enerzijds de perceptie van een *talmende* centrale bank weg te nemen en hiermee een herhaling te vermijden van het monetaire debacle van 2004 en 2005. Anderzijds blijkt uit de meest recente statistieken dat er wel degelijk sprake is van enige versnelling van de uurlonen, zodat de recente ingreep op de beleidsrente hoe dan ook verantwoord was.

De laatste economische cijfers, zowel in VS als op het globale front, blijven echter zwak. Alleszins te zwak om een nieuwe rentestijging te verantwoorden (er wordt slechts 20 % kans gegeven op een nieuwe rentestijging in maart) tenzij de loonspanningen verder zouden oplopen. Fed-voorzitter Yellen zal donderdag haar retorische vaardigheden uit de kast moeten halen om de financiële markten te overtuigen dat het opwaartse rentepad van de Centrale bank slechts een zeer bescheiden dimensie zal aannemen. Maar dit moet gebeuren zonder onnodige alarmsignalen uit te sturen over het toekomstige groeipad van de Amerikaanse economie. Yellen achten we hiertoe in staat.

Alleszins zal op basis van de werkgelegenheidsstatistieken die worden gepubliceerd op de eerste vrijdag van februari moeten blijken dat de loonspanningen terug voldoende onder controle zullen zijn. Intussen zijn de (verwachte) bedrijfsresultaten wel degelijk terug aan het toenemen, zelfs inclusief de olie- en gasbedrijven.

Het lot van de financiële markten ligt in de komende weken - meer dan ooit - in de handen van de centrale bankiers. De Chinese PBOC moet voor het Chinese Nieuwjaar overtuigende maatregelen afkondigen die enerzijds de economie op doortastende wijze moeten stimuleren maar anderzijds de yuan niet te ver laten afdwalen in inflatoire regionen.

De ECB beschikt duidelijk nog over de meeste vrijheidsgraden. In de eurozone is er immers noch enige inflatoire druk noch loonspanningen.

De VS staat voor de meest ingewikkelde puzzel. Het retorische talent van Yellen kan echter de boot lang genoeg afhouden totdat de economische cijfers voldoende duidelijkheid kunnen bieden.

Deze constellatie leidt vrij rechtlijnig tot onze asset-allocatiebeslissingen. De aandelenpositie blijft op zijn gemiddeld strategisch niveau en zal bij eventuele dalingen telkens terug worden verhoogd tot we dit niveau terugbereiken, hetgeen we in de voorbije periode telkens consequent hebben toegepast. Mits enige handigheid van de centrale bankiers kan de huidige situatie overigens worden omgebogen in een koopgelegenheid.

De accenten binnen de aandelenmarkten blijven we (steeds nadrukkelijker) leggen op Europese waarden. We bemerken overigens een herstel van de bedrijfswinsten bij enkele Europese zwaargewichten. Onze Amerikaanse posities blijven beperkt tot de dienstensectoren. Uit groeielanden blijven we - overigens al geruime tijd - manifest afwezig, behoudens de zeer goedkope en onterecht afgestrafte Chinese consumptiegerelateerde aandelen en India. Wat betreft de laatstgenoemde is het overigens geen toeval dat het IMF zijn oorspronkelijke groeioprognose van 7,5 % in 2016 in zijn outlook van januari bevestigt.

Obligaties worden overwogen, maar we beperken ons hierbij hoofdzakelijk tot overheidsobligaties. We richten ons wat betreft de eurozone, zoals al geruime tijd, op Italiaanse, Spaanse en Ierse staatsobligaties. Breedgespreide indices of fondsen die zijn gericht op bedrijfsobligaties zijn immers van aard om een belangrijke blootstelling te hebben aan energiebedrijven, die momenteel echter te zwaar onder druk staan door afnemende kredietkwaliteit. De verzwakkende economie en lage inflatie in de VS neemt grotendeels het gevaar weg van stijgende LT-rentetarieven, zodat we ook onze positie in Amerikaanse overheidsobligaties verder opvoeren.