

Niets menselijks is ons vreemd. Vandaar dat ook de nieuwste rage op YouTube ons niet is ontgaan. Het betreft een gemakkelijk te herhalen experiment, ook in huiselijke kring, zonder enig technologisch gedoe, volkomen kosteloos en toch steeds aanleiding voor een flinke dosis hilariteit.

Het na te bootsen scenario verloopt als volgt. U voedert zoals gewoonlijk (want alles moet zo normaal mogelijk lijken) uw trouwste huisdier. Voor een goed begrip, dit is niet de blaffende viervoeter die, voor wat extra hondenbrokken, u snel zou verraden, maar wel de telg uit het geslacht van de *Felis silvestris catus* (soms ook wel eens *huiskat* genoemd). Hoewel dit edele dier altijd (en zoals zal blijken, terecht) enig wantrouwen ten opzichte van de mensheid heeft behouden, kunt u betrokkene in deze omstandigheid toch onopgemerkt besluipen en er behoedzaam een lang, smal voorwerp achter deponeren. Een oude riem of een stukje tuinslang volstaan. U hoeft zich heus niet op kosten te jagen.

Vervolgens roept u hem of haar bij de voornaam. Ook het meest jichtige exemplaar zal dan minstens een meter omhoog springen en zich - letterlijk - een bult schrikken. Altijd lachen geblazen ...

Alhoewel. Dierenartsen wijzen erop dat dit zowat een hartstilstand creëert. Ethologen verklaren deze extreme schrikreactie door te verwijzen naar een diep ingebakken vrees voor de voornaamste natuurlijke vijand van de katachtige, met name de slang.

Wij vinden dit wreedaardig, net zoals de meeste financiële analisten.

Maar in tegenstelling tot wij gaan deze commentatoren hun compulsieve drang naar pesterijen dan maar op een andere argeloze groep botvieren. De kudde beleggers is hiervoor altijd een gewillig doelwit en kan ook op zeer eenvoudige wijze de gordijnen worden ingejaagd. Altijd hilarisch, terwijl men in dit geval weinig te vrezen heeft van organisaties voor dierenrechten. Veel intellectuele voorbereiding of op feiten berustende onderbouw blijkt hiervoor ook niet nodig. Iedere keer als iemand met de alarmbel klingelt, krijgt dit de nodige aandacht in de media en wordt u als belegger meteen de stuipen op het lijf gejaagd met een ernstige waarschuwing voor een nakende en onvermijdelijke, midscheeps inslaande torpedo die uw vermogen tot zinken zal brengen.

Het einde der tijden (voor de belegger althans) is telkens nabij. Zonder uitzondering vormt dit de aanleiding tot de nodige heisa en gaan radeloze beleggers overstag, werpen ze moedeloos de handdoek in de ring en veroorzaken ze bij zichzelf ernstige financiële schade. Altijd lachen geblazen ...

Alhoewel. De kostprijs van dergelijke sardonische fratsen begint gestaag op te lopen. Beleggen - hoe passief het woord ook mogen klinken - vereist een atletisch incasseringsvermogen, waarvoor u op basis van de ingebouwde risicopremies, een correcte vergoeding zult ontvangen. Tenminste indien u over een gediversifieerde portefeuille en het nodige geduld beschikt en voldoende relativiseringsvermogen aan de dag weet te leggen.

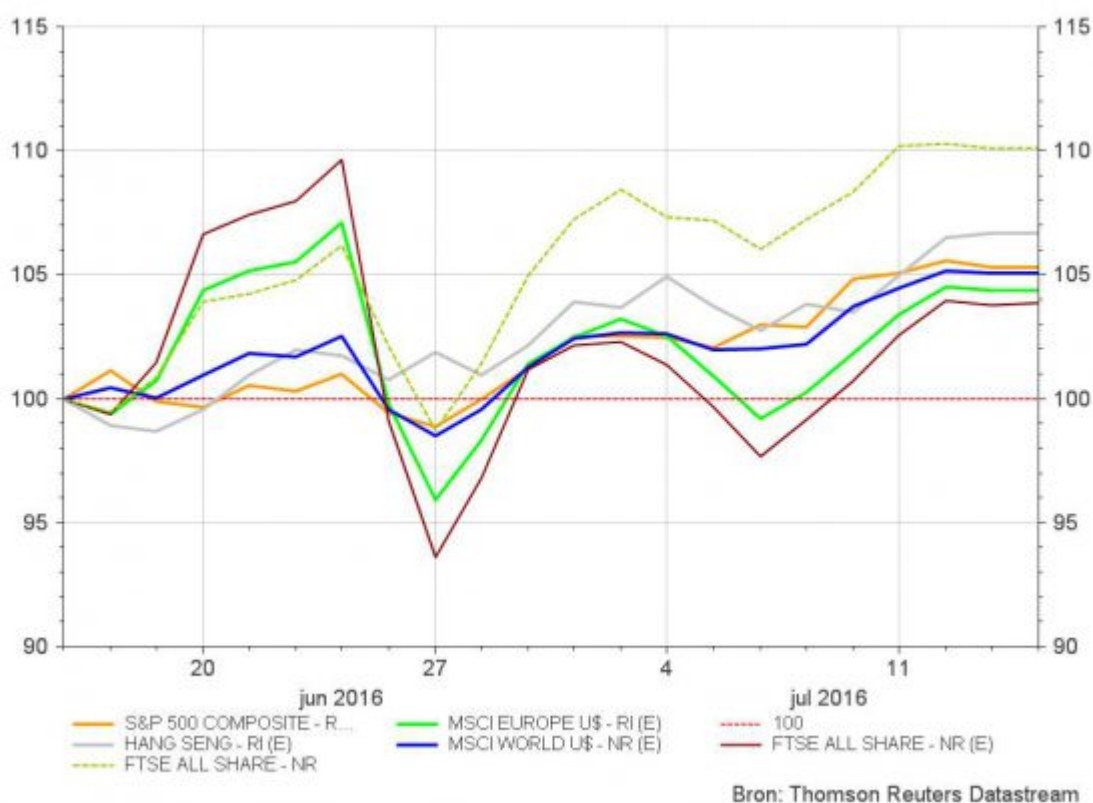
Maar de immer schichtige beleggers reageren bijzonder impulsief wanneer al weer een onheilstijding in hun richting wordt gesmeten. Het laatste jaar werden deze onprofessionele reacties echter dermate frequent uitgelokt, met telkens heftige turbulenties tot gevolg, dat zelfs het meest naïeve exemplaar uit de beleggerskudde zich de vraag zou moeten stellen of er nu werkelijk telkens iets ernstig aan de hand was of dat hij of zij enkel het slachtoffer is geweest van onzorgvuldige economische analyses en de profileringsdrang van commentatoren die hiervoor de makkelijkste weg naar de media hebben gekozen. Denk maar aan de paniekgolf die in augustus 2015 over ons heen rolde over een vermeende devaluatie van de yuan, de onheilsberichten over een grexit, de vrees voor een toename van de beleidsrente (met 0,25% sic) in de VS, de vermeende ontaarding van de Amerikaanse looninflatie in januari 2016 en de spectaculaire buiteling van de lokale Chinese technologieaandelen. Iedere keer opnieuw vormde dit de gelegenheid om u diep te verontrusten. Nadien beschouwd bleek enkel de blessure van Kompany de voorspelde fatale impact te hebben.

De berichten over het nabije einde van de beschaving, na de weliswaar verrassende uitslag van het brexitreferendum, vormen een zoveelste illustratie. De uitslag heeft ons inderdaad even op het verkeerde been gezet, maar dat was nog geen reden om verregaande beursdalingen (-20% in het *beste* geval, volgens de geciteerde "analisten") en een onvermijdelijke implosie van de Europese economie te voorspellen. Maar je haalt er natuurlijk wel het *nieuws* mee ...

We hebben er echter integendeel onmiddellijk op gewezen wat de verwachte gevolgen wél zouden zijn. Na een initiële schrikreactie zouden professionele investeerders immers snel tot het inzicht komen dat een brexit op middellange termijn wel eens eerder positieve dan negatieve gevolgen zou hebben door enerzijds de decennialange loopgravenoorlog tussen het korzelige VK en de rest van de EU te beslechten. *Un seul lit pour deux rêves* was nooit een goed idee. Anderzijds werd aan de EU een onmiskenbaar signaal gegeven om de nodige herzieningen aan haar huidige, weinig gesmaakte politiek door te voeren.

De aandelenbeurzen herstelden dan ook prompt en klommen snel terug hoger. Wanneer we de evolutie van de wereldbeurzen natrekken van 15 juni tot vandaag, dan staan alle beursindices hoger, inclusief de Britse beurs en dit zelfs indien we deze laatste uitdrukken in euro en dus de koersval van het Britse pond meerekenen.

Grafiek 1: Evolutie van de wereldbeurzen sinds 15 juni 2016.

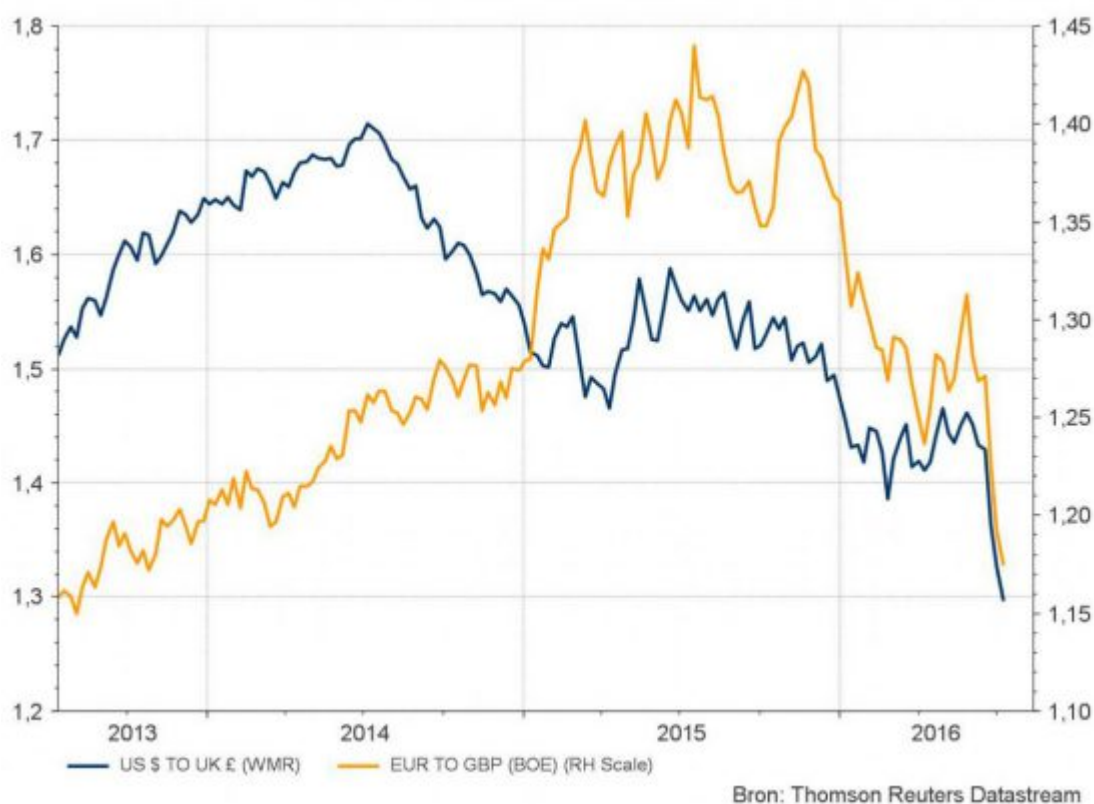


We rekenen van half juni omdat de beurzen toen duidelijk anticipeerden op een positieve uitslag van het referendum.

Deze koersval van het (overgewaardeerde) Britse pond beschouwen we echter wel als een langdurig fenomeen. De Brits exporteurs weten deze verbetering van hun competitiviteitspositie absoluut te smaken, terwijl domestiek gerichte bedrijven maar al te graag hun producten in het uitstalruim etaleren, naast duurder geworden buitenlandse concurrerende producten. De keerzijde van de medaille is echter een potentiële verhoging van de Britse inflatie maar dat gegeven vormt in de huidige context de minste van iemands zorgen. Vandaar ook dat we niet verwachten dat de centrale bank de positie van het Britse pond zal gaan ondersteunen met renteverhogingen of interventies op de wisselmarkten, integendeel, een rentedaling van de BoE zou wellicht veel meer aansluiten bij de behoefte van de Britse economie, zeker tegen de achtergrond van het (tot nu toe) anekdotische materiaal over een terugslag in ondernemings- en consumentenvertrouwen. Tenzij de politieke situatie in ernstige mate zou gaan escaleren, maar de Britse commandoketen is, na het vertrek van Cameron, naar goede gewoonte zeer snel hersteld, zodat er geen directe aanleiding is voor een chaotisch scenario.

De doordachte beslissing van de Bank of England (BoE) om vandaag de beleidsrente niet te wijzigen, ondanks de anticipatie op een rentedaling op de financiële markten, kunnen we echter ten zeerste appreciëren. Deze beslissing straalt vertrouwen en kalmte uit. Er zijn immers nog geen betrouwbare data beschikbaar over een eventuele terugval van het ondernemingsvertrouwen of significante wijzigingen in het bestedingspatroon van de Britse consument. De nieuw gevormde Britse regering wil alleszins nog een slag om de arm hebben om de economie te ondersteunen wanneer er effectief tekenen zouden optreden van negatieve financiële en economische ontwikkelingen. Integendeel, indien de BoE vandaag reeds zijn laatste kogels zou hebben afgeschoten, zou dit bij gebrek aan ondersteunende data, kunnen worden afgedaan als desperaat en *a shot in the dark*. Je weet maar nooit wat je dan per ongeluk raakt.

Grafiek 2: Evolutie van het Britse pond ten opzichte van de US\$ en de euro.



De Amerikaanse S&P Composite index heeft intussen nieuwe recordniveaus bereikt. Dit koerspeil is zeker in overstemming te brengen met de huidige bedrijfswinsten en de extreem lage rentevoeten en prijzen, zelfs op dit niveau, nog steeds een meer dan toereikende risicopremie in.

De vereiste risicopremie situeert zich immers nog steeds in de buurt van de 5 à 6%, het dubbele van het langjarige historisch gemiddelde. Dit betekent dat het potentieel van de Amerikaanse beurs zeker nog niet volledig is opgebruikt.

Grafiek 3: Evolutie van de S&P composite index. Returnindex (blauw) en Prijsindex (oranje)



De evolutie van dit niveau van de verwachte bedrijfswinsten laat alleszins de Dow Jones en S&P toe om nieuwe recordhoogten op te zoeken. Het twistpunt omtrent de waardering van Amerikaanse aandelen bevindt zich dan ook niet in het ingerekende niveau van de bedrijfsresultaten, noch in de verwachtingen omtrent de evolutie van de rentevoeten of de geboden risicopremies, maar wel in het nominale groeiritme van de ondernemingswinsten.

Grafiek 4: Evolutie van de Amerikaanse verwachte bedrijfswinsten.



Bron: Thomson Reuters Datastream

Deze groeivoet werd over de afgelopen kwartalen immers gevoelig neerwaarts bijgesteld en dat niet alleen in de oliesector maar in quasi alle geledingen van de Amerikaanse economie. De meest gevoelige bijsturing bevond zich recentelijk overigens verrassend genoeg niet in de energie- maar in de technologiesector. De minste aanpassing bleek nodig in de nutssectoren, terwijl de industriële bedrijven zelfs opwaarts konden worden herzien.

Het slechte nieuws is dat de vroegere *double digit* groeicijfers voor technologie, biotechnologie, professionele dienstenbedrijven en geavanceerde farma niet tot de onmiddellijke toekomst behoren (het verwachte ritme van de stijging over het komende jaar bevindt zich wel nog tussen de 5% en 10%). Maar het goede nieuws is dan weer dat dit gegeven duidelijk al in de aandelenkoersen is vevat, terwijl van de industriële waarden eerder positieve verrassingen moeten worden verwacht in het nakende publicatiesezoen.

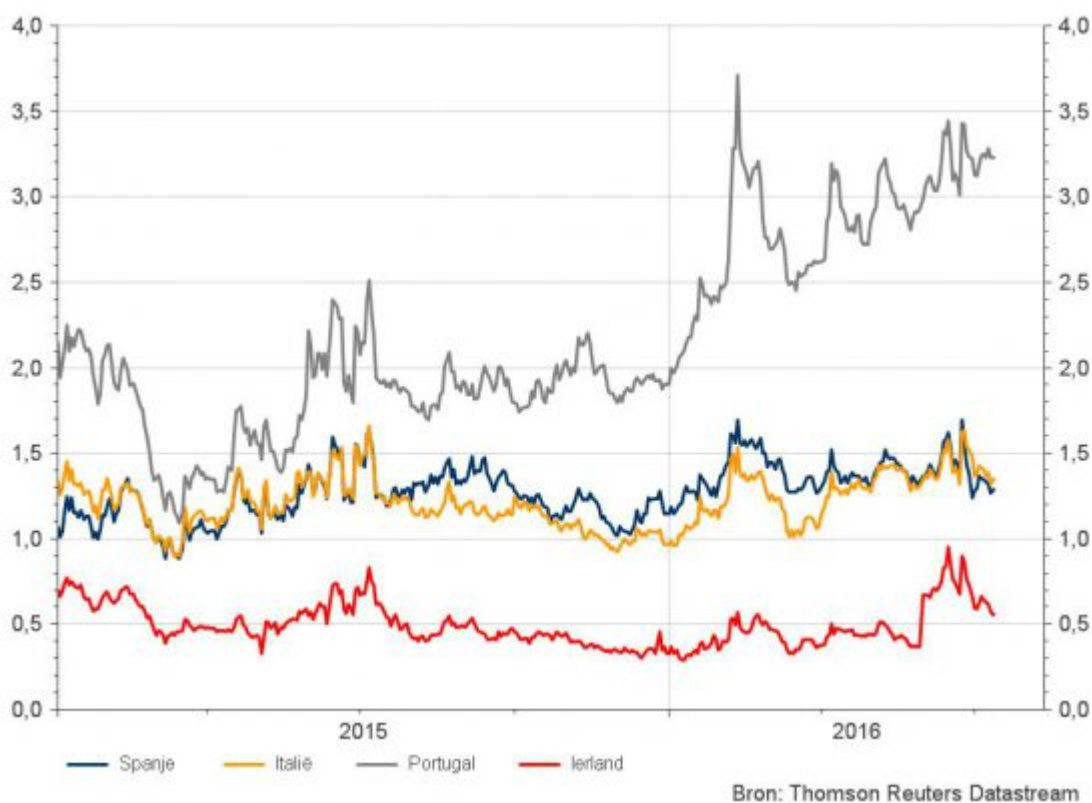
Daarenboven moeten we er rekening mee houden dat dit telkens *nominale* groeivoeten betreft. Indien we ook rekening houden met de, in historisch perspectief, zeer lage inflatie, dan vallen de verwachtingen van de groeivoeten in de Amerikaanse industriële en dienstensector nog behoorlijk mee. In combinatie met de gunstige conjunctuercijfers, de moderate loonstijgingen, het uitblijven van spanningen aan het werkgelegenheidsfront en het verdere uitstel in de tijd van een eventuele verhoging van de beleidsrente, kan er dan ook een relatief gunstig investeringsscenario worden getekend, wat zich dan ook snel vertaald heeft in hogere koersen op Wall Street.

Vanuit beleggingsperspectief betekent dit we onze investeringen licht overwegen in aandelen, met nadruk op Amerikaanse aandelen, maar in groeiende orde van grootte ook in Europa, gelet op de zeer royale risicopremies die momenteel worden geboden voor aandelenbeleggingen in het oude continent. We vullen deze aandelenposities nog steeds op zeer karige wijze aan met investeringen in groeielanden. Maar onze interesse begint toe te nemen, terwijl India, zoals reeds geruime tijd, over een overweging mag beschikken.

De obligatieposities richten we traditiegetrouw op de Europese periferie met een belangrijke overweging voor de Spaanse,

Italiaanse en Ierse staatsobligaties.

Grafiek 5: Rentever verschillen met Duitse overheidsobligaties op 10 jaar



Uit Portugal blijven we vooralsnog weg. De financiële en economische situatie blijft er ongunstig evolueren (en enige afgunst van onzentwege is momenteel van aard ons beeld verder te vertroebelen).

Onze obligatieposities vullen we verder aan met sterk gediversifieerde posities uit groei landen.

Hebben wij dan nergens schrik voor? Toch wel ... Hoe gunstig een economische onderbouw ook moge zijn op lange termijn, met slechte politieke beslissingen kan men op korte termijn immers veel schade aanrichten.

De hachelijke situatie waarin sommige Italiaanse banken zich nu bevinden, roept zeker de nodige vraagtekens op. Niet dat we dit vertalen in een veralgemeende bankencrisis, want daarvoor is de omvang van het probleem niet groot genoeg, maar we stellen ons wel vragen bij de doctrinaire houding van sommige beleidsbepalende figuren, die hun nieuw geboren religie inzake staatsinterventies in de Europese bankensector obstinaat en zonder enig begrip voor de omstandigheden wensen op te leggen.

Nieuwe religies zijn steeds de minst buigzame en hebben weinig oog voor de historiciteit. Vergeten we niet al te snel dat de meeste Italiaanse (en Spaanse) banken de crisis van 2007/2008 relatief ongeschonden wisten te doorstaan? Zij hadden het destijds immers niet nodig gevonden om hun balansen op te vullen met speculatieve, disproportionele investeringen in *Amerikaans* vastgoed. De aandeelhouders van Europese banken die dit wel deden werden echter ten onrechte met een gulle hand ondersteund. Bank die in hun eigen economie investeerden werden echter zwaar afgestraft omdat de economische terugval die volgde op de bankencrisis, de kredietkwaliteit van hun domestieke kredietportefeuille (zowel wat betreft leningen aan lokale bedrijven als de eigen overheid) in belangrijke mate deed afnemen.

Ook de komende presidentsverkiezing in de VS wekt de nodige ongerustheid op, terwijl op dat moment zeker ook de herverkiezingen in de beide kamers ook met de nodige aandacht moeten worden gevolgd. Als we op de historie mogen betrouwen, is het beste politieke scenario vanuit beursperspectief er één met een democratische president aan het roer, die echter geconfronteerd wordt met een Republikeinse meerderheid in de Senaat en het Huis van Afgevaardigden. Gewoon omdat er dan weinig nieuwe wetsvoorstellen effectief de eindmeet halen en er een stabiel economisch en investeringsklimaat ontstaat met een hoofdrol voor een onafhankelijke Fed. En *in Yellen, we trust ...*