

Dit gezegde laat zijn onderliggende betekenis gemakkelijk raden. In onzekere tijden worden tegelijk kansen gecreëerd voor wie verder durft te kijken dan de onmiddellijke problematiek. Maar een flink deel van de investeerders verkrampst telkens weer bij opverende volatiliteit op de financiële markten en ontdoet zich vervolgens instinctief van beleggingsproducten, zonder zich rekenschap te geven van het rendementspotentieel dat hiermee wordt weggesmeten.

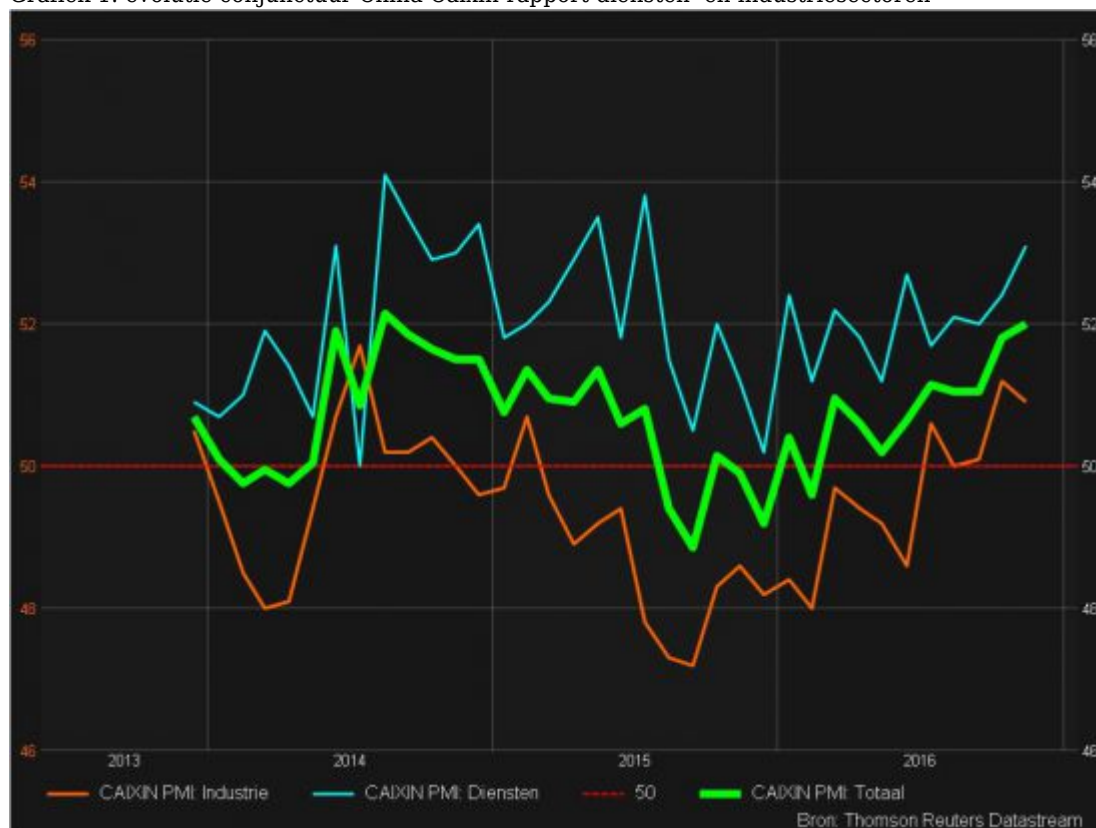
Niet alleen worden hierdoor de marktprijzen nog lager gedreven, maar ontnemt men zichzelf ook iedere kans op herstel nadat de zoveelste crisis, recessie of tijdelijke terugslag weer achter de rug ligt. Het opwaartse potentieel wordt aan wakkere beleggers gelaten die het inzicht, de moed, het relativiseringsvermogen en het geduld hebben om hun beleggingshorizon over de crisisperiode heen te tillen.

2016 vormde daarvan een pijnlijke illustratie. De aandelenmarkten lieten een scherpe neerwaartse beweging optekenen tijdens de eerste 2 maanden, na een hysterische reactie op het stijgingsritme van de Amerikaanse loonmassa en een toevallige snoekduik op de Chinese technologiebeurs. In de beide gevallen zagen doemdenkers hun kans om de beleggersmeute te verwarren met onheilsberichten over escalerende Amerikaanse rentetarieven en een imploderende Chinese economie.

De Amerikaanse langetermijnrente daalde echter nadrukkelijk in de daaropvolgende periode, terwijl de Chinese conjunctuur oordeelkundig werd afgekoeld tot een houdbaar groeitempo, in overeenstemming met toekomstige demografische uitdagingen.

De financiële markten gaven echter pas na maanden hun vergissing toe en herstelden na de publicatie van sterk verbeterende Chinese conjunctuurncijfers en de moderate looninflatie in de VS.

Grafiek 1: evolutie conjunctuur China Caixin-rapport diensten- en industriesectoren



De aanloop naar het brexitreferendum bracht meer van hetzelfde, maar gelouterd door de eerdere ervaringen wisten de

markten na enkele dagen te herstellen. Een politieke aardverschuiving weliswaar, maar economisch zeker niet van fatale orde en misschien zelfs een kans om het Europese beleid op diverse vlakken bij te sturen? Na de Republikeinse overwinning in de VS bleek opnieuw dat de doemscenario's sterk overdreven waren en herstelden de markten spectaculair, na nauwelijks 1 dag. De uitslag van het Italiaanse referendum, dat weken voordien nog als een uppercut voor de eurozone werd afgeschilderd, bleek na enkele uren al verteerd en werd snel zelfs (terecht) positief nieuws.

Grafiek 2: evolutie van de voornaamste wereldbeurzen in 2016 (returnindex in euro)

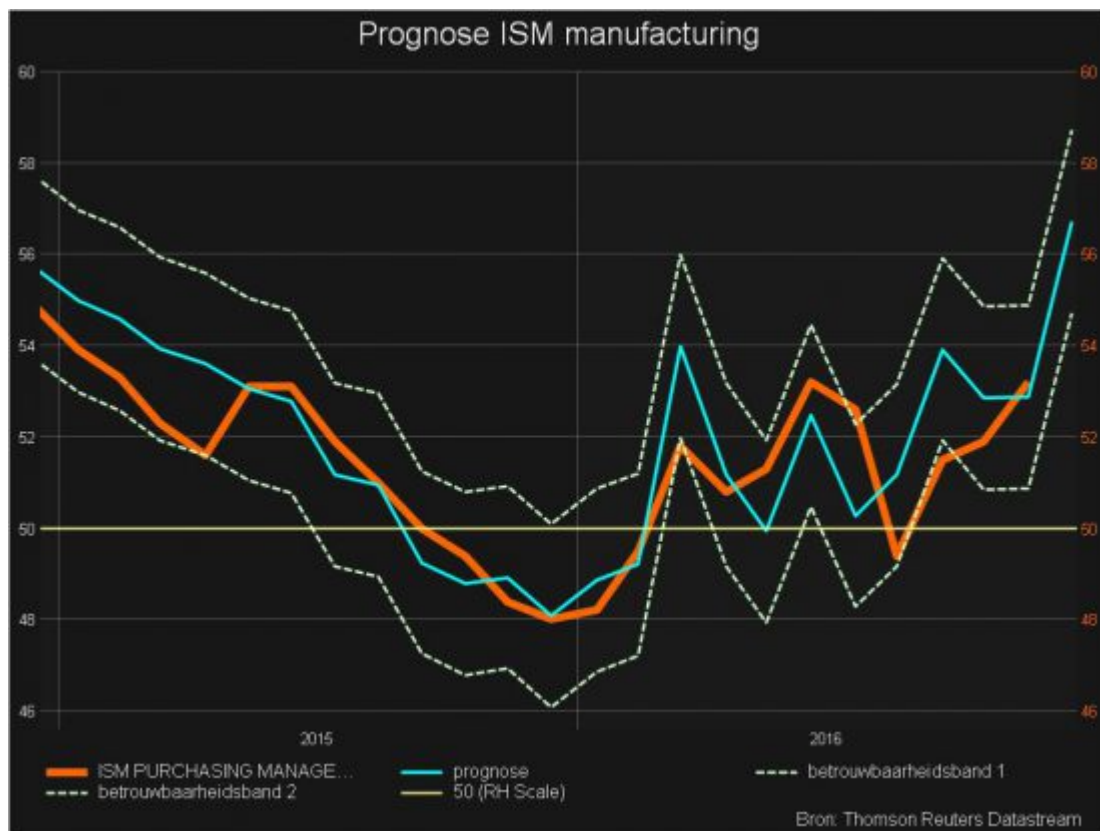


Deze trend zal zich ongetwijfeld voortzetten waarbij de markten zich niet meer laten leiden door de waan van de dag, maar wel door de stand van financiële en economische parameters. Het verkiezingsjaar 2017 houdt ongetwijfeld politiek interessante ontwikkelingen in petto, maar enkel de Duitse uitslag en meer bepaald de positie van de huidige bondskanselier is daarbij van fundamenteel belang.

Zonder haar steun zal de ECB moeilijker het systematisch opkopen van Europese overheidsobligaties verantwoorden. De Europese monetaire politiek is echter al grotendeels uitgestippeld voor de komende periode op basis van een consensus zodat enkel de ontwikkelingen vanaf 2018 in vraag kunnen worden gesteld. We moeten er redelijkerwijze van uitgaan dat de beoogde doelstellingen dan bereikt moeten zijn.

In de VS zullen de conjunctuurindicatoren het komende kwartaal nog een stevige opstoot boeken, met een hogere langetermijnrente en een verdere klim van de US dollar tot gevolg, waarbij later in het jaar nog een tweetal verhogingen van de beleidsrente moeten volgen. De negatieve gevolgen van de hogere rentevoeten worden echter gecompenseerd door een veralgemeende stijging van de bedrijfsresultaten.

Grafiek 3: prognose Amerikaanse conjunctuur op basis van voorspelde ISM-cijfers (industrie)

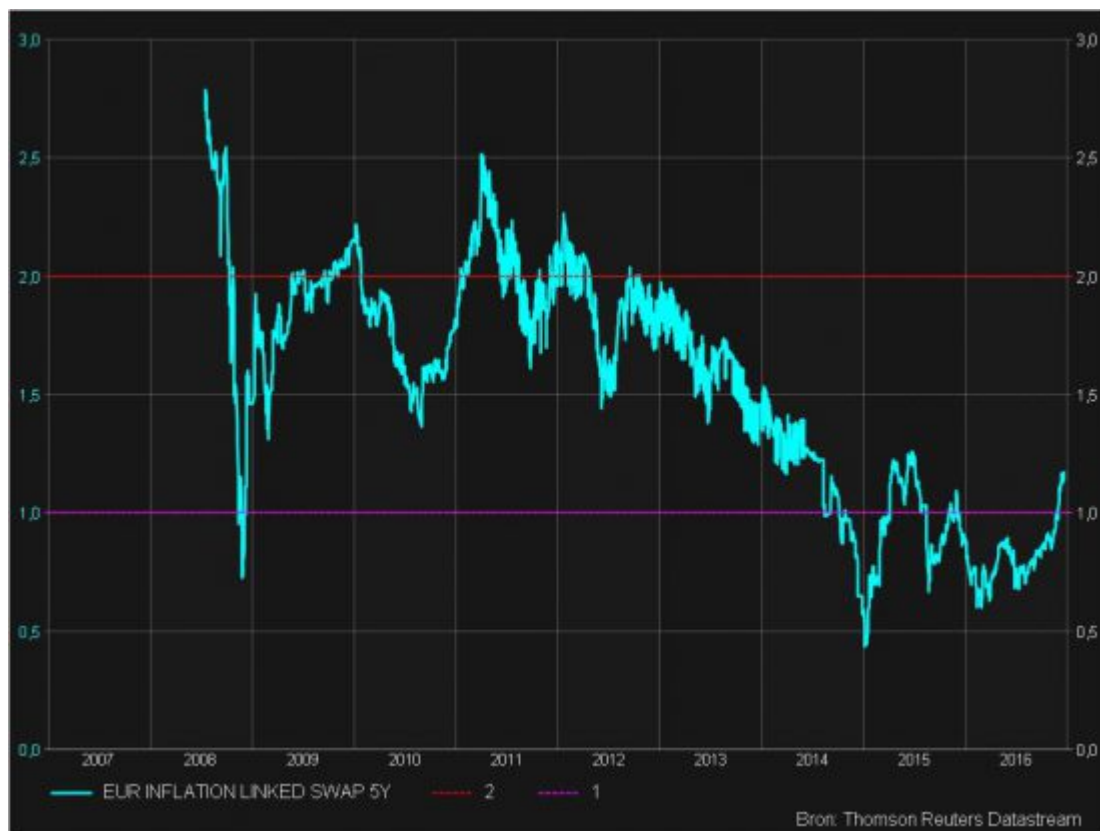


Mits een verdere inkringing van de risicopremies kunnen de Amerikaanse beurzen hun klim voortzetten, zij het tegen een lager en volatiel tempo met een accentverschuiving naar de industriële waarden. Door de Amerikaanse rente- en muntbeweging komen echter ook groeilanden onder druk te staan, maar het toenemende groeipotentieel van de wereldeconomie neutraliseert de negatieve gevolgen hiervan gedeeltelijk.

De eurozone zal, ondanks het juk van de procyclische bancaire regelgever (die maatregelen oplegt die de problemen van een vorig decennium 'voorkomt' maar nu de kredietverstrekking belemmert door verhoogde kapitaalratio's) en opgelegde besparingen (op de verkeerde plaats en het verkeerde moment) die het economisch herstel bemoeilijken.

De kranige houding van de Centrale Bank geeft echter voldoende stimulans aan de nu nog aarzelende eurozone. De kredietgroei is weliswaar nog onvoldoende, maar dat glas is intussen halfvol. De monetaire ondersteuning werkt, maar het beleid met extreem lage kortetermijnrentetarieven moet nog geruime tijd voortgezet worden.

Grafiek 4: verwachte inflatie eurozone (teruggerekend uit Inflation Linked Bonds)



De verwachte inflatie stijgt intussen in de richting van het 2 %-objectief, zodat de langetermijnrente van haar bodemniveau opveert en zich meer naar de bovenkant van ons prognosemodel begeeft, ergens rond de 2,25 % voor gemiddelde eurozone-overheidsobligaties op 10 jaar.

Het expliciete antwoord op de vraag naar de houdbaarheid van de muntzone op langere termijn zal ook in het volgende jaar onopgelost blijven. De Duitse economie benadert het niveau van ‘vollbeschäftigung’ – een woord dat zich blijkbaar moeilijk laat vertalen – terwijl de meeste andere leden van de eurozone geconfronteerd blijven met een hoge, structurele werkloosheid.

De middeleeuwse medemens, aan wie we het spreekwoord in de titel ongevraagd hebben ontleend, gaf daaraan wellicht een wat meer letterlijke invulling. In troebel water verliest een vis immers snel zijn oriëntatievermogen en wordt hij door het nijpende zuurstofgebrek naar het oppervlak gedreven, waar de loze visser vervolgens de desperaat naar lucht happened prooi maar in zijn netten hoeft te scheppen.

Milieuverontreiniging vormde destijds nog geen aandachtspunt, maar in de huidige omstandigheden zou deze wonderbaarlijke visvangst toch de nodige argwaan opwekken. Want niet iedere vis die je onder zulke omstandigheden in je netten vindt, voldoet aan de hedendaagse kwaliteitsnormen.

Het is voor u ook wel duidelijk dat niet iedere belegging in een laagconjunctuur als waardevol moet worden beschouwd. Integendeel, als er al iets goed gezegd kan worden van een economische recessie of financiële crisis, is het dat tijdens zo’n periode, het kaf van het koren wordt gescheiden en de economie uiteindelijk aan efficiëntie wint, waardoor iedere opwaartse conjunctuurfase ons naar een hoger welvaartspeil laat navigeren.

Vandaar ook dat tegelijk de nodige zorg moet worden besteed aan de selectie van kwaliteitsvolle en voldoende robuuste beleggingsproducten, maar ook op betrouwbare meetinstrumenten moet kunnen worden gerekend om een onderscheid te

maken tussen enerzijds een terechte daling op de beurzen en anderzijds een tijdelijke neerwaartse correctie die als een aankoopgelegenheid mag worden beschouwd.

De meetlat die hiervoor wordt gebruikt, is de vereiste risicopremie. Uit empirisch onderzoek blijkt alleszins dat liefst 75 % van alle beursbewegingen hun verklaring vinden in de toename of afname van die financiële parameter. Vandaar ook dat we onze aandacht vooral toespitsen op de evolutie en de huidige stand van die impliciet ingebouwde vergoeding voor de verwachte volatiliteit op de financiële markten.

Op basis daarvan kunnen we nagaan of een beweging op de financiële markten al dan niet als een opportuniteit kan worden beschouwd. De vereiste risicopremie wordt berekend uit de verwachte bedrijfsresultaten, het actuele koersniveau en de rentetarieven.

De verhouding tussen de bedrijfswinsten en hun beurswaardering vormt het eerste deel van die risicopremie, waarvan vervolgens de nettovergoeding op risicovrije obligaties wordt afgetrokken.

Grafiek 5: vereiste risicopremie in de VS en in Europa



De globale verbetering in de conjuncturele vooruitzichten, met weliswaar hogere rentetarieven maar binnen een historisch lage bandbreedte, gecombineerd met het vooruitzicht van lagere risicopremies, laten ook in 2017 een voorzichtige overweging van aandelen toe met een specifiek accent in Europese waarden en een marktgewogen positie in de VS. In groeilanden zult u bij ons enkel een overgewicht zien in China, met een accentverschuiving van consumptiegerelateerde naar industriële waarden, en in India.