

Een journalist kreeg destijds de zeldzame kans voor een interview met J. Pierpont Morgan, een beursmagnaat, kettingroker en kunstverzamelaar die in 1895 quasi op eigen houtje het Amerikaanse financiële systeem van de ondergang redde (hetgeen hij nog eens dunnetjes wist over te doen in 1907) en had dan meteen ook een indringende vraag voor hem klaar.

Wat denkt u dat de aandelenmarkten morgen zullen doen? Van onder de brede snor die de aandacht van zijn immer pimpelpaarse neus moest afleiden, snauwde onze protagonist de journalist zijn korte antwoord toe: *It will fluctuate*. Met de nadruk op het derde woord. Dit is het enig mogelijke correcte antwoord, wat meteen ook het diepere inzicht in de beursmechanica van deze doortastende zakenbankier typeerde.

Na de recente beursrally waarvan de financiële markten sinds de Republikeinse verkiezingsoverwinning in november 2016 hebben mogen genieten, wordt de bovengestelde vraag niet eens meer gesteld, maar wordt het antwoord direct en zonder al te veel nuancering meegegeven door chagrijnige waarnemers die de stijgingen voor de zoveelste keer gemist hebben: de beurzen staan op instorten ... Vlieglessen van een slang.

Waarschijnlijk komt een dergelijk antwoord meer vanuit de buik- dan vanuit de hersenzone, maar het is vanzelfsprekend meer dan de moeite waard om, na een dergelijke klim op de financiële markten, na te gaan of de huidige beurskoersen nog aan de fundamentele evenwichtsvoorwaarden voldoen. Reflecteren de prijzen op de wereldbeurzen nog de onderliggende evolutie van LT-rentevoeten en verwachte bedrijfsresultaten of in andere, meer technische, termen gesteld: bieden aandelenkoersen op deze niveaus nog een voldoende risicopremie als compensatie voor de toekomstige, onvermijdelijke schommelingen waarvoor J.P. Morgan ons 120 jaar eerder al waarschuwde. Want aan het onvermijdelijke kun je niet ontsnappen, dat wist onze J.P. maar al te goed. Toen hij - op het laatste nippertje - zijn geplande reis op de *RMS Titanic* annuleerde, dacht hij heel even aan onsterfelijkheid, maar zijn volgende reis naar Rome, enkele maanden later, werd hem toch fataal.

De opmars op de wereldbeurzen, het meest duidelijk op Wall Street en het scherpst geïllustreerd door de steile klim van de aandelen die op de technologiebeurs NASDAQ worden genoteerd, is van aard om zelfs bij ervaren waarnemers enige hoogtevrees op te wekken. Maar dat gevoel mag ons niet misleiden of desoriënteren. Het hoort nu eenmaal bij de verovering van het luchtruim.

Grafiek 1: Evolutie S&P index, MSCI Wereldaandelen en NASDAQ (return indices in US\$)



Een indrukwekkend parcours – ondanks enkele verontrustende, tussentijdse – maar dit vormt natuurlijk geen enkele garantie voor de toekomst en vereist een permanente bewaking van de belangrijkste financiële en economische parameters. Maar ook dat biedt geen absolute zekerheid want niet alle beurscapriolen vinden hun verantwoording in objectief waarneembare indicatoren, zoals de (absurde) beursdalingen in januari 2016 op pijnlijke wijze wisten te bewijzen.

We overlopen met u de meest bepalende indicatoren voor toekomstige beursbewegingen, namelijk de verwachte evolutie van de LT-rente, de verwachte bedrijfsresultaten en de vereiste risicopremie, eerst in de VS en in een volgende bijdrage wat betreft de eurozone.

De Amerikaanse LT-rente op overheidsobligaties op 10 jaar biedt op zijn huidige niveau een voldoende premie ten opzichte van de verwachte inflatie (die we kunnen terugrekenen uit de huidige marktprijzen voor *inflation linked bonds*). In tegenstelling tot de eurozone wordt hier nog steeds een positief reëel rendement toegekend, hetgeen in overeenstemming is met de hogere verwachte economische groei in de VS maar vooral verklaard wordt door het stopzetten van het Amerikaanse *quantitative easing*-programma in 2016, hetgeen in de eurozone pas tegen eind 2017 wordt verwacht.

Grafiek 2: Amerikaans LT-rente en verwachte inflatie op 5 en 10 jaar



Bron: Thomson Reuters Datastream

De beslissingen die de FED op haar FOMC-vergadering van 15 maart zal nemen met betrekking tot haar KT-beleidsrente, zullen sterk bepalend zijn voor het onmiddellijke verloop van de LT-rente, meer nog dan nieuws over inflatie, salarisgroei, de werkloosheidsgraad of conjunctuurindicatoren, zoals de recent gepubliceerde ISM-cijfers. Wij kijken echter met meer dan gewone belangstelling uit naar de cijfers over de jobcreatie in de Amerikaanse economie over de afgelopen maand en meest van al nog naar het groeiritme van de salarissen die op 10 maart worden gepubliceerd. Dit laatste cijfer zal sterk bepalend zijn voor de interpretatie van de rentestijging die de Amerikaanse centrale bank met grote zekerheid zal afkondigen.

Bij sterk toegenomen salarissen zal immers opnieuw wat twijfel rijzen over het antwoord op de vraag of de FED deze keer wel tijdig haar tarieven heeft opgetrokken, in tegenstelling met de situatie in 2004 toen Alan Greenspan hopeloos te laat kwam en de opwaartse loonspiraal enkel kon afremmen met 17 opeenvolgende stijgingen van de beleidsrente dat uiteindelijk alle kansen bood aan een vastgoedcrisis die de economie in een alarmerende recessie stortte.

Een matige loonstijging in de industrie en de dienstensectoren zal anderzijds aan de markten het signaal geven dat mevrouw Yellen meer bij de pinken is dan haar illustere voorganger en vandaar in staat zal zijn om de LT-rente op een relatief laag peil te houden. De sterk bepalende conjunctuurindicatoren die zijn gebaseerd op het gedrag van de Amerikaanse aankoopdirecteuren (ISM) wijzen intussen op een indrukwekkend herstel in de industriële componenten van de Amerikaanse economie, gekoppeld aan blijvend hooggespannen groeiverwachtingen in de dienstensector, zonder echter tot nu toe op enig gevaar voor oververhitting te wijzen. Uit de ISM-indicator wordt een betrouwbare voorspelling van de Amerikaans BBP-groei afgeleid. De onderstaande grafiek wijst op een opmerkelijke verwachte stijging van de economische groei in de VS. Een dergelijk verwachtingspatroon is vreemd genoeg nog niet vervat in de officiële groeiprognoses van het IMF en de Wereldbank, waaraan overigens moet worden toegevoegd dat op basis van onze berekeningen die zijn gebaseerd op vooruitlopende indicatoren die worden opgemeten in Philadelphia en New York, de recente ISM-cijfers nog een **ONDERSCHATTING** vormen van het werkelijke opwaartse momentum van de economische groei.

Grafiek 3: ISM-indicator voor de Amerikaanse economie en reële groeivoet van het Amerikaanse BBP



Bron: Thomson Reuters Datastream

Een dergelijke ontwikkeling op het economische front valt vanzelfsprekend niet meer te rijmen met een beleid van extreem lage kortetermijnrente en verplicht de Amerikaanse bank ertoe om op de eerstvolgende vergadering van haar marktcomité (op 15 maart) de beleidsrente opnieuw met 25 basispunten te verhogen. Dit is weliswaar enkele maanden eerder dan initieel werd vooropgesteld maar past nog steeds perfect binnen het vooropgestelde pad van renteverhogingen waardoor de Amerikaanse korte termijnrente geleidelijk terug naar historisch normale niveaus zal tenderen. Meer nog, indien de FED haar beleidsrente volgende week niet zou verhogen, zou dit eerder als een negatieve verrassing worden beschouwd.

Met een geleidelijke toename van de beleidsrente wordt immers de inflatie de pas afgesneden en kan vandaar de langetermijnrente stabiliseren rond de huidige niveaus en dat biedt niets dan voordelen: De LT-rente is dan immers relatief laag en biedt aan investeerders de kans om zich goedkoop (en zonder onnodige onzekerheid hieromtrent) te blijven financieren. De opwaartse trend in de LT-rente is echter onmiskenbaar maar zal zich in het huidige scenario slechts druppelsgewijs verder zetten, wat aan alle marktpartijen ruim de tijd biedt om zich aan te passen. Hogere rente op zich is immers niet de grootste bezorgdheid maar wel onvoorziene, bruske bewegingen ervan.

De kans op het optrekken van de beleidsrente met 25 basispunten op 15 maart wordt alleszins erg hoog ingeschat. De eerstvolgende opwaartse beweging wordt dan op 26 juli verwacht. De kans op een derde stijging van de Amerikaanse beleidsrente wordt momenteel nog redelijk laag ingeschat. Pas in december 2017 stijgt de probabiteit hierop boven de 50 %, maar de kans op een derde rentestijging die reeds in november kan worden doorgevoerd, neemt toch reeds een substantiële waarde aan.

Tabel 1: Kansen (in %) op een 1^{ste}, 2^{de} of 3^{de} verhoging van de beleidsrente in de VS in 2017

	1 ste	2 de	3 de
mrt/17	88	0	0
mei/17	89	5	0
jun/17	95	44	3
jul/17	95	53	10
sep/17	97	69	26
nov/17	97	73	32
dec/17	99	88	57

Een zeer belangrijke component voor de evaluatie van beurskoersen wordt gevormd door de verwachte evolutie van de onderliggende bedrijfsresultaten. In de afgelopen periode gaf dit (ondermeer) in de VS wel eens aanleiding tot de nodige bezorgdheid. Het niveau van de bedrijfswinsten op zich was weliswaar (ruimschoots) voldoende om de beurskoersen te verantwoorden maar de groeivoet van de ondernemingsresultaten was onvoldoende om nog een verdere versnelling van de aandelenprijzen te mogen verwachten, vooral wat betreft de industriële en exportgevoelige waarden die tegelijk getroffen werden door de relatief hoge US dollarkoers, de implosie van de olie- en gasprijzen en de zwakke wereldconjunctuur.

Maar die situatie is sinds enkele maanden grondig gewijzigd, zodat we zelfs terug *double digit*-groei cijfers in het vizier krijgen, terwijl de ISM-indicator deze verwachte versnelling van de Amerikaanse bedrijfsresultaten voor de komende maanden vanuit fundamenteel perspectief weet te ondersteunen.

Grafiek 4: Evolutie van de verwachte bedrijfsresultaten (MSCI VSA) en de ISM-indicator



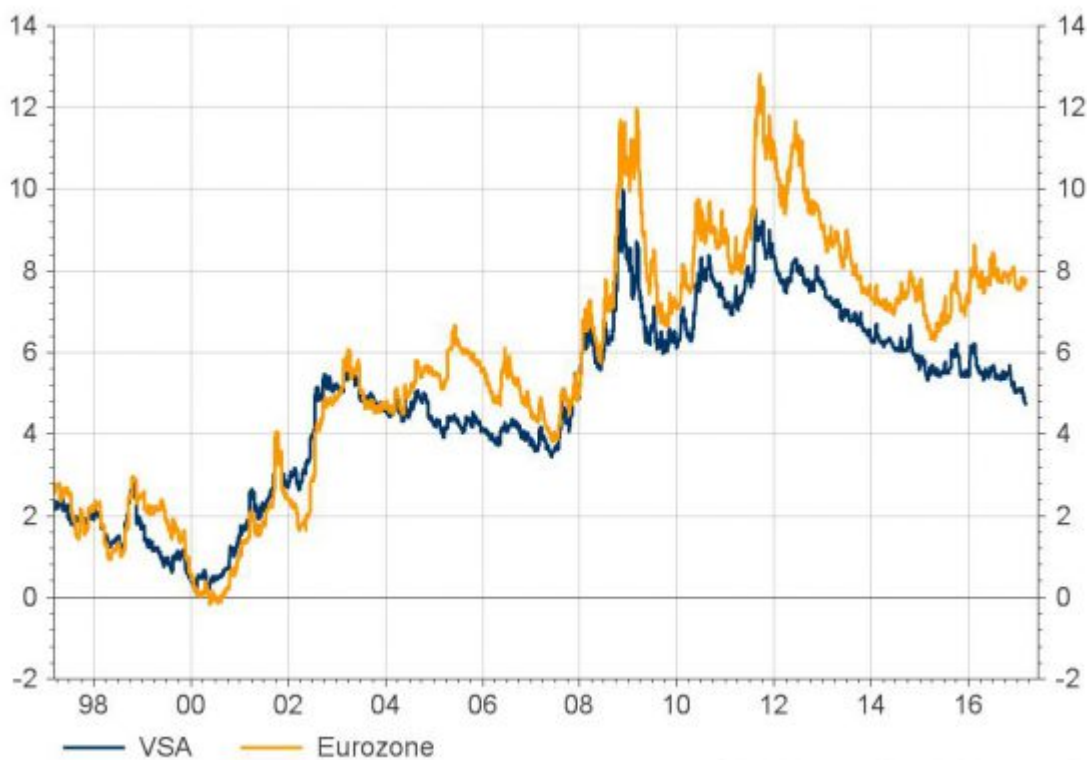
Bron: Thomson Reuters Datastream

Dit verwachte groeiritme lijkt ons echter al voor een belangrijk deel te zijn ingecalculleerd in de huidige prijzen, hetgeen echter niet hoeft te betekenen dat we ons op middellange termijn niet aan verdere records op de Dow Jones en S&P index zouden mogen verwachten.

De vereiste risicopremie, of met andere woorden, de buffer die is ingebouwd in de huidige prijzen die voor voldoende compensatie zal zorgen voor de schommelingen van de beurskoersen in de toekomst, is echter in belangrijke mate afgenomen. Het goede nieuws hierbij is dat investeerders met een (veel) geruster gemoed de toekomst tegemoet zien, vandaar minder volatiliteit verwachten en dus tevreden zijn met lagere buffers (of anders uitgedrukt: lagere risicopremies). Het rechtstreekse gevolg hiervan is dat beurskoersen hogere niveaus mogen opzoeken.

Het slechte nieuws is echter dat de Amerikaanse aandelenbeurs veel minder resistentie kan vertonen bij onverwachte opstoten van volatiliteit of plotse onheilsberichten over economische, politieke of financiële ontwikkelingen.

Grafiek 5: Vereiste Risicopremie in de VS en Europa



Bron: Thomson Reuters Datastream

Dit overigens in tegenstelling met de Europese beurzen waar deze risicopremie vrijwel nog niet heeft bewogen en vandaar beleggingsopportuniteiten in de onmiddellijke toekomst suggereren - eens de politieke heisa achter de rug ligt en ook de Europese bedrijfsresultaten beginnen te versnellen. Maar dat is voor een volgend verhaal

De Amerikaanse beurs lijkt op dit moment vandaar redelijk correct gewaardeerd maar verdisconteert reeds de verwachte versnelling van de bedrijfsresultaten en gaat uit van een relatief stabiele LT-rente. Dit laatste impliceert dat de FED tijdig heeft geanticipeerd en dit zal blijven doen, zodat de looninflatie binnen redelijke perken blijft (zowat 3% tot 3,5% op jaarbasis). Deze veronderstelling zal telkens worden afgetoetst aan de nieuwe conjunctuercijfers en - vooral - aan de

werkgelegenheidscijfers en de evolutie van de arbeidskosten.

De relatief lage stand van de risicopremie verraadt echter dat een flink deel van het goede nieuws verwerkt is in de huidige waardering. Maar gelet op onze vooruitzichten lijkt dit verantwoord.

Maar vergeet de - enige steekhoudende - beursprognose op korte termijn niet uit het oog. We herhalen toch voor alle zekerheid de wijze woorden van J. Pierpont Morgan: "It will fluctuate"