

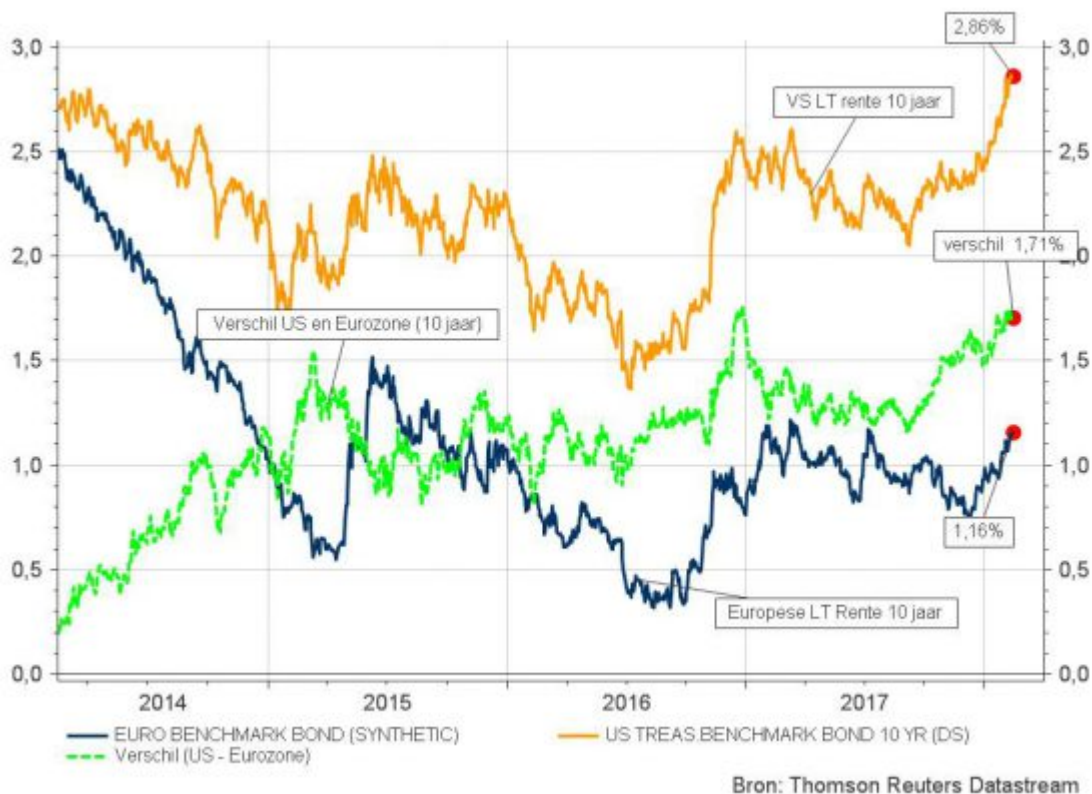
Wat al lang tot het algemene kennisniveau van ieder schaap behoort, blijkt nog steeds niet te zijn doorgedrongen tot dat andere kuddedier, de belegger.

Immer schichtig, wantrouwig en geneigd tot het zoeken van inspiratie bij simplistische bronnen, laat hij (of zij) zich gemakkelijk verleiden tot erratische sprongen bij tijdelijke(zij het heftige) beursschommelingen. Betrokkene zou intussen beter moeten weten: die afgeschoren baard of die paar procenten die verloren gingen in de scheerbeurt op de aandelenbeurzen, groeien er wel terug aan, soms nog sneller dan verwacht.

Dat betekent echter niet dat we het vergeten zijn om de nodige conclusies te trekken uit de recente capriolen. De wereldwijde snoekduik van aandelen was immers niet zomaar een *Schwalbe* maar signaleerde een wijziging in het investeringsklimaat. Niets vreesaanjagend, daar niet van, maar het vormt wel de indicatie dat we naar een klassieke fase van hoogconjunctuur zijn geëvolueerd waar inflatie terug zijn traditionele rol als volksvijand nr. 1 heeft opgeëist en niet langer meer bovenaan op de *bucket list* staat van de centrale bankiers.

Een dergelijk scenario impliceert ook een wat hogere langetermijnrente, die nu immers ook een risicopremie moet gaan bevatten als compensatie voor de toegenomen onzekerheid op het inflatiefront. Althans in de VS, waar het telkens opnieuw afwachten geblazen is op wat de meest recente publicatie over de inflatie-indicatoren te bieden heeft. Geen onleefbare situatie, want dit is waarschijnlijk de meest voorkomende fase geweest in de economische ontwikkeling over de laatste honderd jaar. Het is alleen minder voorspelbaar geworden, hetgeen van aard is om de volatiliteit op de financiële markten te verhogen. Temeer omdat het vooruitzicht op (wat) hogere rente de wereldbeurzen er toe verplicht om meer aandacht te hebben voor de specifieke ontwikkeling van de ondernemingswinsten van individuele bedrijven. De opsprong van de langetermijnrente dreigt echter snel in ademnood te komen door het manifeste gebrek aan verdere dreiging aan het inflatiefront. Het toenemende verschil tussen de VS-rente en zijn Europese tegenvoeter zou overigens ook de US \$ wisselkoers ten opzichte van de euro op termijn moeten versterken.

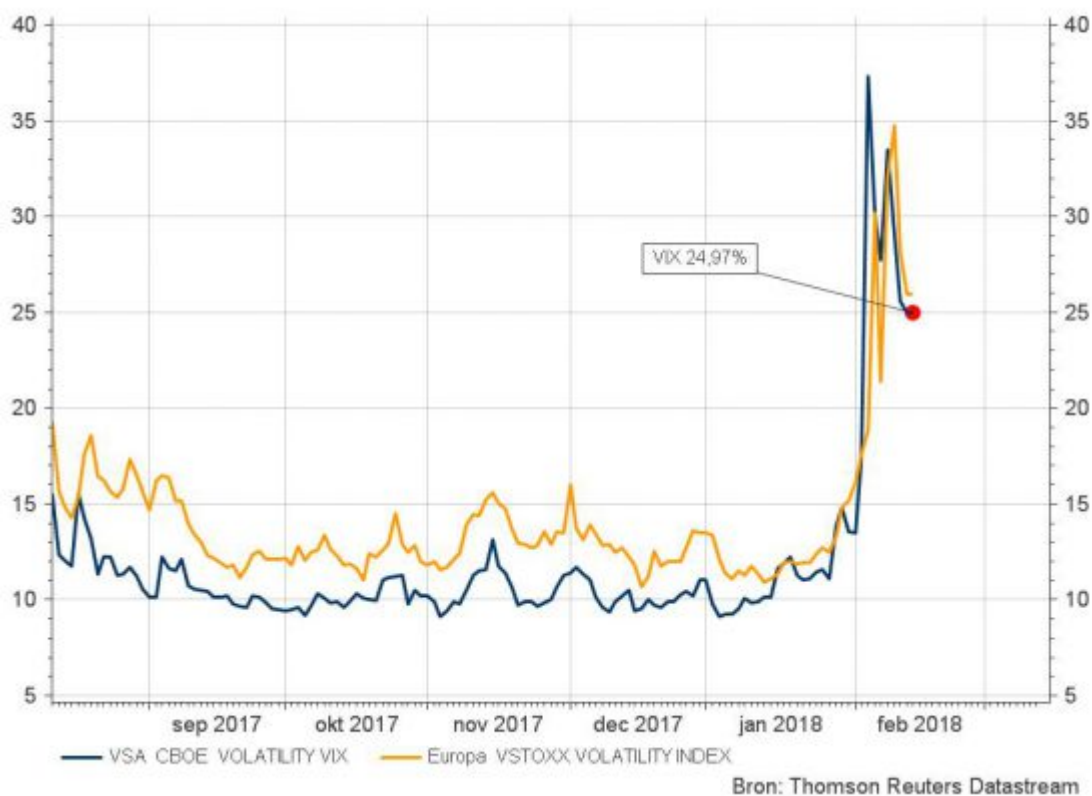
Grafiek 1: Langetermijnrente (10 jaar) in de VS en de eurozone



Toch dient telkens te worden gewacht op de aanvoer van nieuw cijfermateriaal over de effectieve prijsontwikkelingen. Een dergelijke scenario is niets speciaal in historisch perspectief, alleen is het voor investeerders wat minder gemakkelijk dan in de voorafgaande fase toen de aandelenmarkten voortgedreven werden door het vooruitzicht op een stabiele, lage langetermijnrente, de massale aanvoer van liquiditeit vanuit de centrale bank en algemeen hogere bedrijfsresultaten als resultante van de economische groeispurt die werd ingezet vanaf 2012.

De plotse opstoot van de VIX- en de VSTOXX-index duidt eveneens op een grotere volatiliteit in de nabije toekomst maar de orde van grootte van de opsprong van deze respectievelijke graadmeter voor verwachte koersschommelingen in de VS en Europa heeft naar onze smaak een te hoog *drama queen* gehalte. Wellicht is dat het gevolg van een aantal short posities die hals over kop (en tegen iedere prijs) moesten worden ingedekt maar dit heeft op zich geen rechtstreekse impact op de beurswaarderingen [\[1\]](#).

Grafiek 2: Evolutie van de impliciete volatiliteit in de VS (VIX) en Europa (VSTOXX)



Onrechtstreeks is er natuurlijk wel een duidelijke impact. Hogere VIX of VSTOXX volatiliteit wordt enerzijds veelvuldig aangewend als een vooruitlopende indicator op zwakke beursresultaten, terwijl anderzijds deze graadmeter voor de toekomstige schommelingen op de Amerikaanse en Europese beurzen meebepalend is voor de bepaling van het ideale gewicht van aandelen in een portefeuille. Vandaar dat momenteel het aandelenpercentage in professionele portefeuilles met de kaasschaaf wordt bijgesteld wat nog gedurende een beperkte periode de aanleiding vormt tot heen-en-weerbewegingen op de beurzen.

De publicatie van (over het algemeen) relatief gunstige bedrijfsresultaten en het groeiende besef dat de stijging van de langetermijnrente geen al te grote dimensie zal aannemen, duwen de beurzen terug hoger om dan te botsen met een verkoopbeweging van fondsbeheerders die hun aandelenposities nog wat neerwaarts willen bijsturen. De herstelbeweging (die ongetwijfeld volgt) gaat zich vandaar eerder schoksgewijs realiseren.

Een opvallende evolutie bij de onderliggende parameters betreft de evolutie van de kansen die men toemeet aan de stijging van de Amerikaanse beleidsrente. De publicatie op 2 februari van het looninflatiecijfers, die als steen des aanstoots fungeerde voor de buitelingen op de aandelenmarkten, verhoogde eerst de kansen op verdere verhogingen van de Amerikaanse beleidsrente, met als dreigend gevaar dat hierdoor de economische groei onnodig snel zou worden afgekoeld. Maar deze kansen zijn intussen terug vrij drastisch verlaagd en nemen min of meer terug hun initiële positie in: quasi zekerheid in maart, gevolgd door een nieuwe stijging met 25 basispunten in juni (52 % kans) of augustus (58 % kans), wat in december 2018 nog een uitloper zou kennen (met tevens een kans van 52 %). Met een dergelijk scenario kan de gemiddelde belegger vrede nemen. Een versnelling van dit tempo zou er echter op kunnen duiden dat het inflatieritme boven de huidige verwachtingen ligt, wat zich zal vertalen in een hogere langetermijnrente. Hiervan is momenteel nog geen sprake, al dient iedere publicatie van een inflatiecijfer van nabij te worden opgevolgd.

Gelet op de hogere volatiliteit wijzen ook onze asset-allocatiemodellen op een licht lagere blootstelling aan de aandelencomponent in onze portefeuille maar dat is grotendeels reeds verwerkt. Aandelen blijven hoe dan ook overwogen, terwijl langetermijnobligaties steeds moeilijker een plaats vinden en hoofdzakelijk beperkt blijven tot de zuidelijke rand van de eurozone en - waar mogelijk - voorzien worden van een inflatiebescherming. Bij de aandelenselectie genieten Europese waarden nog steeds (veruit) de voorkeur maar zowel Amerikaanse waarden als sommige groeilanden blijven hun positie nadrukkelijk opeisen op basis van hun langetermijngroeipotentieel.

[1] *In economische termen is een (long of short) positie op een dergelijke index immers marktneutraal want in essentie bestaat een dergelijke positie uit een combinatie van put- en call-opties, die elkaar neutraliseren wat betreft hun marktgevoeligheid. Maar dat is iets voor de fijnproevers ...*