

De onvolprezen Standard & Poors-index klokte zonet zijn 3455<sup>ste</sup> dag af in zijn recentste bull run. Het is ongezien dat de belangrijkste beursindex van de VS (en dus ook van de wereld) een dergelijk lang aangehouden koersklim weet aan te houden zonder tussentijds een majeure correctie te moeten ondergaan. De stierenmarkt trok zich op gang op 9 maart 2009, tussen het puin en de rookpluimen die werden achtergelaten door het afschuwelijke mistasten van de beleidsverantwoordelijken na de relatief bescheiden terugval van de vastgoedprijzen in de VS die het kapitaal van sommige Amerikaanse en Europese banken tegen een versneld tempo deed wegsmelten.

Het precrisis recordniveau van oktober 2007 werd weliswaar al in maart 2013 vlotjes gepasseerd maar enkel diehardoptimisten (zoals wij) bleven wijzen op de uitzonderlijke constellatie waarbij de bedrijfsresultaten konden blijven toenemen, terwijl de langetermijnrentetarieven weinig of geen opwaartse druk ondervonden en de robuuste conjunctuurverwachtingen het beleggersvertrouwen ondersteunden en vandaar de risicopremies op de beurzen zouden doen afnemen. Een niet te versmaden geschenk, rechtstreeks uit de hemel.

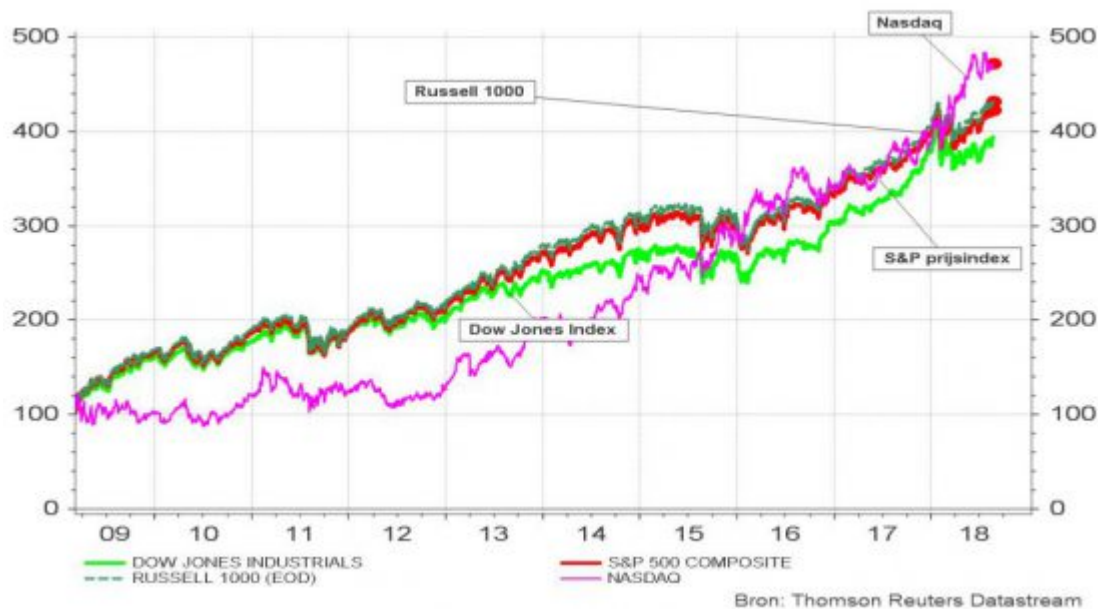
Grafiek 1: S&P composite prijs- en returnindex in US \$



De prijsindex (die enkel rekening houdt met de koersbewegingen) is daarenboven niet eens de meeste representatieve weergave van de onderliggende kracht van de Amerikaanse bedrijven. Men moet ook de uitgekeerde en herbelegde dividenden mee in rekening brengen om een volledig beeld te krijgen van de rendabiliteit van de 500 belangrijkste bedrijven in de VS over deze periode.

De S&P prijsindex geeft de (nochtans indrukwekkende) Dow-Jonesindex hierbij het nakijken, terwijl maar nipt de duimen moeten worden gelegd voor de (bredere) Russel 1000-index. Nasdaq is de onmiskenbare winnaar. Die is overigens pas later aan zijn zegetocht begonnen.

Grafiek 2: Dow Jones, Russel 1000, S&P composite en Nasdaq (prijzindices) in US \$



De Europese beurzen moesten tot november 2011 wachten om hun opwaartse klim in te zetten. Zij moesten wachten tot het moment waarop het onderlinge gekibbel tussen de Europese politici over de (nochtans) evidente maatregelen die moesten worden genomen, had geleid tot een existentiële crisis van de eurozone.

Hiermee werden de Europese landen tot aan de rand van de economische afgrond gedreven, totdat de ECB de moedige beslissing nam om de Europese financiële sector van de nodige liquiditeiten te voorzien. De opgelopen achterstand werd echter nooit meer goedgemaakt en zelfs nog verder uitgediept toen de Europese bedrijven in 2014 opnieuw te lijden kregen onder een substantiële groeivertraging die resulteerde uit de opgelegde besparingsmaatregelen en de ondoordachte (maar bewuste) afremming van de kredietgroei.

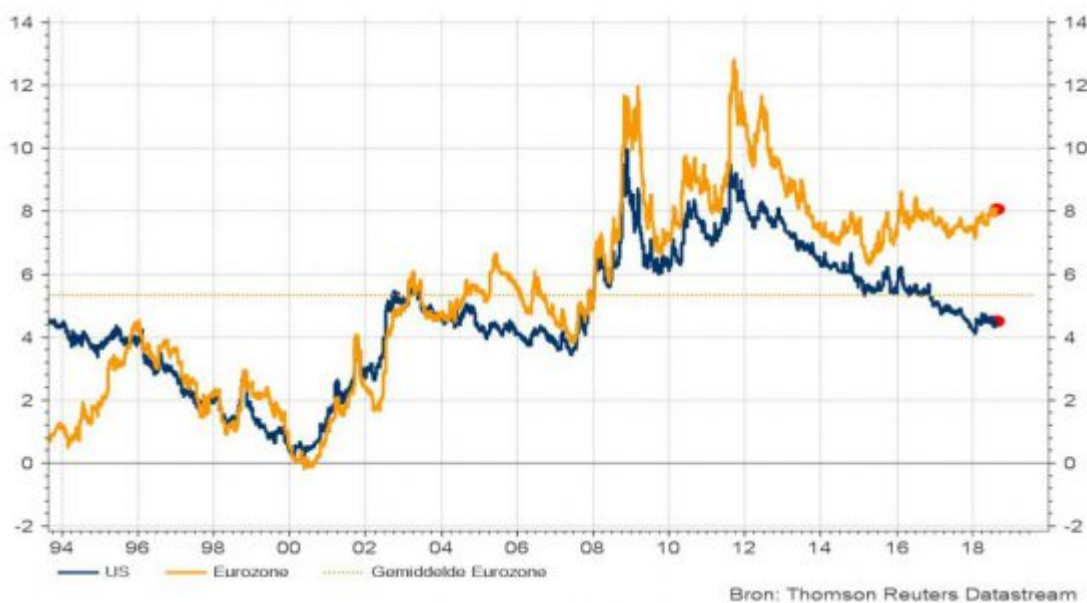
Grafiek 3: S&P composite prijsindex in US \$ en MSCI Eurozone prijsindex in €



Dezelfde stemmen die in 2009 en 2010 al spraken over overgewaardeerde koersen in de VS die onvermijdelijk zouden leiden tot een tranendal, blijven ook nu – extra chagrijnig over het enorme verlies aan opwaarts potentieel dat zij (en hun klanten) hebben geleden – hun argumenten herhalen.

Over de beschouwde periode is het huidige koersniveau inderdaad niet ondersteund op basis van de (nochtans) spectaculaire vooruitgang van de Amerikaanse bedrijfswinsten (al is dat in de meest recente periode wel degelijk het geval). De koersevolutie over de laatste 9 jaar is evenzeer beïnvloed door de lage langetermijnrentetarieven en wellicht meest van al door de dalende risicopremies. Hierdoor worden de toekomstige (nog hoger) verwachte bedrijfsresultaten verdisconteert tegen een lagere rente en kan er een lagere risicobuffer worden ingebouwd.

Grafiek 4: Verwachte risicopremies VS en eurozone



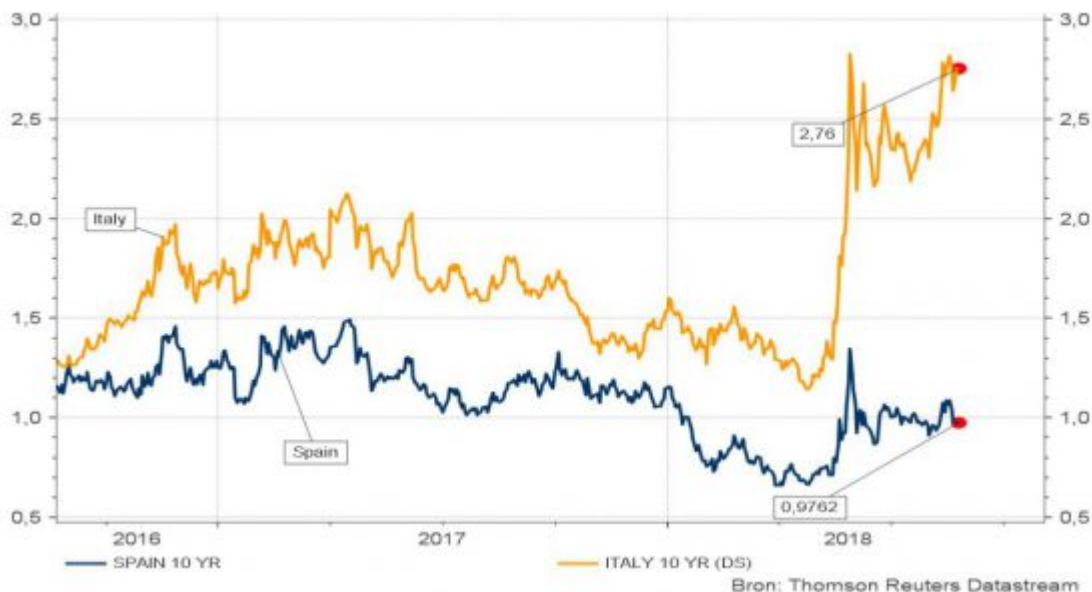
De uitzonderlijk lang volgehouden, gunstige combinatie van deze drie factoren heeft het scenario geschreven voor het heroïsche verhaal van de Amerikaanse en (in mindere mate) Europese beurskoersen sedert respectievelijk 2009 en 2013. Als we het huidige niveau van de risicopremies in de VS en de eurozone aanwenden als leidraad voor het toekomstige koersgedrag, dan blijkt de VS zich momenteel op een relatief correcte waardering te bevinden.

Het neerwaartse potentieel voor lagere langetermijnrente is in de VS echter volledig opgedroogd en de huidige conjunctuur zou de tarieven op obligaties eerder (zij het in beperkte mate) in opwaartse zin moeten beïnvloeden. In de komende maanden verwachten we echter een adempauze in de krachtige Amerikaanse conjunctuurcyclus.

Ons voorspellingsmodel voor de ISM-indicator wijst immers op een beperkte terugval van het groeitempo in de industriële component, terwijl de dienstensector eerder al wat stoom moest uitblazen. In combinatie met de beperkte opwaartse druk vanuit de inflatiecijfers zal dit het stijgingspotentieel van de Amerikaanse langetermijnrente beperken waardoor op hun beurt de beursindices zich enkel moeten concentreren op de bedrijfswinsten, die zich gemiddeld gezien nog boven (de hooggespannen) verwachtingen bevinden. Iedere ontgoocheling wordt echter genadeloos afgestraft.

De Europese markten laten nog steeds de indruk van een goedkope waardering na, wat wellicht in verband staat met de politieke onzekerheid in lidstaten als Italië, waar het platform voor economische groei wankelt door de toenemende schuldendruk in combinatie met het opgelegde besparingsbeleid en wat het renteverskil met Duitsland op een obstinaat hoog niveau houdt.

Grafiek 5: Renteverskil overheidsobligaties Italië en Spanje met Duitsland



Ondanks de politieke turbulenties in de VS is de beursvolatiliteit verder afgenomen. In combinatie met toegenomen bedrijfswinsten in de VS en Europa, het moderate verloop van de inflatie-indicatoren, het afgenomen gevaar op oververhitting van de Amerikaanse economie en het beperkte besmettingsgevaar dat uitgaat van de Turkse financiële crisis, zijn onze assetallocatiemodellen zeer positief gestemd waardoor de aandelencomponent verder wat kan toenemen in onze profielfondsen. Het potentiële gevaar van een escalerend handelsconflict houdt ons hierbij enigszins maar zeker niet volledig tegen.

De posities in onze favoriete thema's (robotica, veiligheid, lifestyle en water) worden verder opgetrokken met geografische accenten in de VS en de eurozone. We blijven de nodige terughoudendheid vertonen naar groeilanden waar enkel India een (intussen wel verdiende) plaats heeft in onze selectie.

Grafiek 6: Evolutie returnindices eurozone, China, groei landen en India



Deze positie wordt wat betreft *emerging markets* enkel aangevuld met Chinese, consumptiegerelateerde aandelen. Dit gebeurt echter in afnemende mate gelet op de onmiskenbare conjuncturele verzwakking in China die vakkundig werd geanticipeerd met een verregaande versoepeling van de monetaire politiek. Dit blijkt onder meer uit de afgenomen reserveratio van de Chinese banken en de lagere interbancaire rentevoeten.