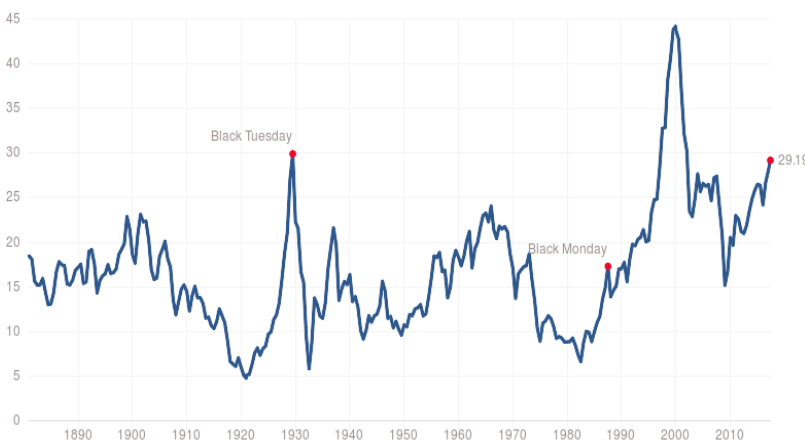


## Stilte voor de storm

mei 2017

Er lijkt maar geen einde te komen aan de welhaast euforische stemming op de beurzen. En kennelijk zijn nog maar weinig beleggers van zins om posities af te bouwen. Op zich logisch omdat er op dit moment geen echte economische bedreigingen zijn en het bedrijfsleven nog volop profiteert van het beleid van de belangrijkste centrale bankiers. In dit verband is het goed om te beseffen dat er inmiddels zo'n \$ 15.000 miljard 'nieuw geld' in het systeem is gepompt en het einde nog niet in zicht is. Keerzijde van de medaille is natuurlijk wel dat de waarderingen voor assets nu relatief hoog zijn. Zo staat de CAPE ratio van nobelprijs winnaar Robert Shiller inmiddels op 29,20 wat impliceert dat de voor inflatie gecorrigeerde bedrijfswinsten met factor 29,20 kunnen worden vermenigvuldigd om de actuele waardering voor de S&P500 weer te geven. In historisch perspectief gezien stond deze index alleen in 1999 hoger (44,20). Anderzijds is het wel zo dat de aanhoudend lage rente ervoor zorgt dat het relatief hoge dividend steun biedt. Je kunt je dus afvragen of er sprake is van een 'new normal' of dat we aan de vooravond staan van een tijdelijke ommekeer op de financiële markten.



### Er lijkt iets niet te kloppen

Alleen in 1999 waren de koers/winst verhoudingen voor aandelen dus hoger. Ondertussen is de volatiliteit op de financiële markten sinds 1993 niet meer zo laag geweest. Opvallend is ook dat de economische groei in de VS en Europa voor zowel 2017 als 2018 zo'n 1,5% tot 2% zal bedragen maar dat de inflatie op 1,5% blijft steken. En dat zien we ook terug aan de rentes. Zo staat de Amerikaanse 10-jaars nog altijd op 2,25% wat gelijk is aan het niveau van eind 2014 toen de FED stopte

met het opkoopprogramma. In Engeland daarentegen zien we een heel ander beeld. Want ondanks het feit dat de inflatie daar nu op 3,4% staat, is de yield op een Britse 10-jaars staatslening maar 1,05%. Het lijkt er dus op dat de lange termijn inflatieverwachtingen niet al te positief zijn. Ook in Nederland zien we dat de lange rente achterblijft. Want met 1,4% inflatie zou je verwachten dat onze 10-jaars staatsleningen beduidend meer zouden betalen dan 0,60% per jaar. Ook het feit dat de 2-jaars rente nog steeds op -0,60% staat is merkwaardig. Want ook al koopt de ECB nog steeds voor € 60 miljard per maand aan obligaties, op basis van de economische cijfers zou je meer verwachten. Niet in de laatste plaats omdat de ECB waarschijnlijk in september bekend zal maken dat men het QE programma in de 1<sup>e</sup> helft van 2018 gaat afbouwen. Anderzijds zijn er deskundigen die stellen dat de 'wall of money' zo langzamerhand groter is dan de beschikbare assets waardoor de verhoudingen voor langere tijd scheef zijn getrokken. Links- of rechtsom, het voelt aan alsof er op diverse fronten iets niet klopt. Temeer omdat het consumentenvertrouwen op een 'all-time high' staat, het economisch herstel al 8 jaar voortduurt en niemand rekening lijkt te houden met een terugval. Juist daarom is het goed om de voorspellende waarde van de lange rente serieus te nemen en de CAPE ratio van Robert Shiller goed op het netvlies te houden. Want zelfs wanneer de huidige situatie nog een jaar voortduurt, deze index laat zien dat de voor inflatie gecorrigeerde koers/winst verhouding van de S&P500 zelden lang boven de 29,20 stond. En ook al lijkt een terugval naar factor 25 niet wereldschokkend, het impliceert wel dat de S&P500 op dat moment 15% lager staat.