

# Empirisch scepticisme

De belangrijkste kwaliteit van een succesvol belegger is zijn vaardigheid om met onzekerheid om te gaan. Toegepast op ons vakgebied: beleggers die onzekerheid willen uitsluiten, hebben niets te zoeken op de beurs. Aandelenexperts die vanuit een sterke overtuiging onzekerheid menen te kunnen uitsluiten, lopen vroeg of laat zwaar tegen de lamp. Zij gaan immers uit van schijnzekerheden die ze zichzelf verschaffen met lange brede rekenbladen die altijd gebaseerd zijn op historisch cijfermateriaal en een -per definitie- onzekere toekomstprojectie.

Het is aan te nemen dat Nassim Taleb, Libanees-Amerikaans wetenschapper, voormalig derivatenhandelaar en auteur van *The Black Swan: The Impact of the Highly Improbable* (©2007), vooral daarop doelt wanneer hij het heeft over Zwarte Zwanen. Zelfs al lukt het meestal redelijk om vanuit het heden de korte termijn te voorspellen, een perfecte markt-timing lukt niemand. Af en toe daagt er zelfs een Zwarte Zwaan op die de korte termijn onbeheersbaar maakt en de lange termijn trend een nieuwe wending geeft.

Er bestaan experten in verschillende domeinen, maar het voorwerp van hun expertise is vaak nauwelijks aan evolutie onderhevig, zoals geldt voor een Van Gogh-expert, een juridisch-, een boekhoudkundig- of een schaakexpert. Maar wanneer de kennis continu evolueert en de toekomstperspectieven onzeker zijn, zoals voor ons -economische analisten- geldt, dan is de term expert al veel minder op zijn plaats. Wanneer de toekomst bestaat uit een herhaalbaar verleden, dan verschijnen de experts met bosjes op het toneel om die titel zelfs lang te kunnen dragen. Wanneer de toekomst uit een niet-herhaalbaar verleden bestaat dan dagen ook wel eens experts of beleggingsgoeroes op, maar hun houdbaarheid is beperkt. De vrije economie verleent ons zelden de gunst van lineaire positieve vooruitgang waarop men expertise zou kunnen opbouwen.



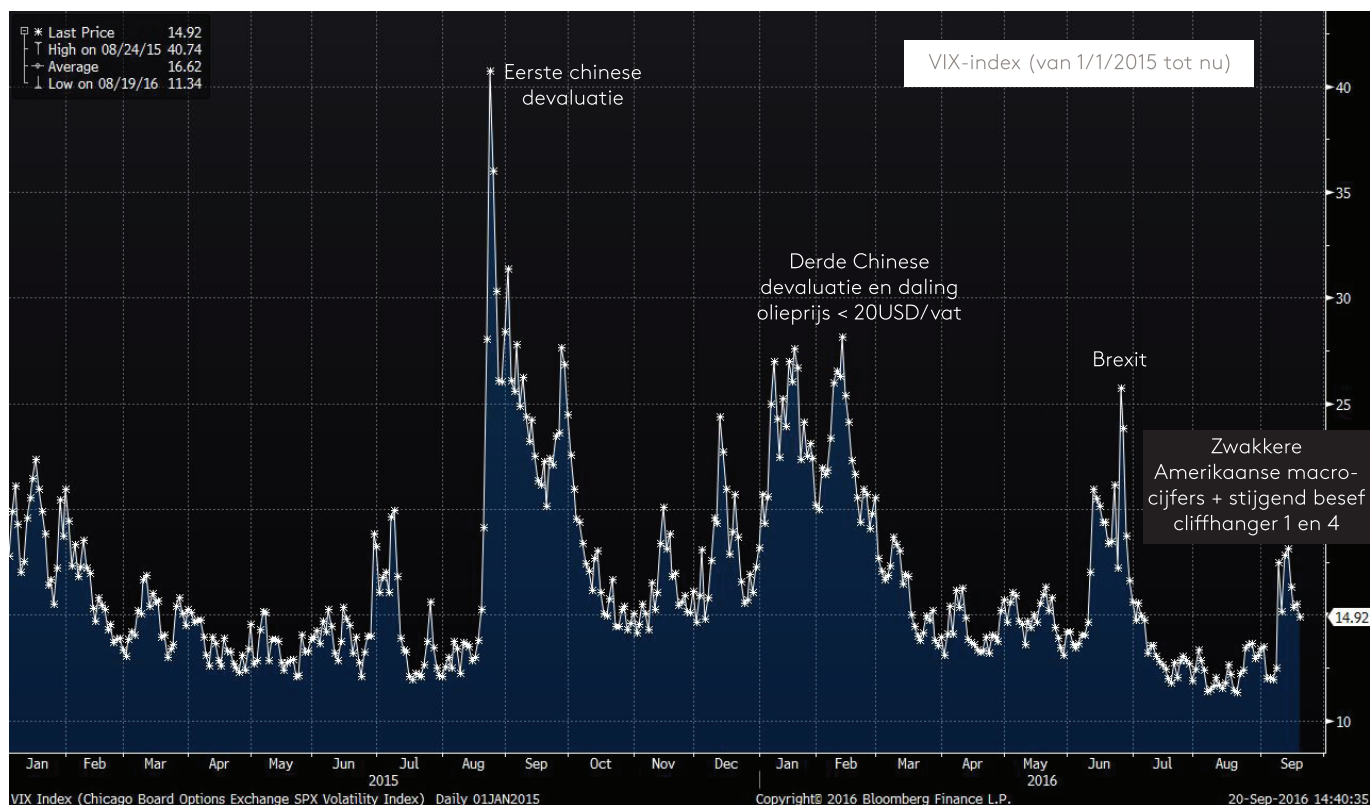
Er heerst [vandaag weinig onzekerheid in de financiële markten](#), wat zich uit in een lage volatiliteit op de beurs. Onderstaande grafiek geeft de evolutie van de volatiliteit (VIX-index) weer op de Amerikaanse aandelenbeurs sinds begin 2015. Er zijn wel ooit tijden geweest dat een stijgende volatiliteit het gevolg was van positieve verrassingen op de beurs, maar tegenwoordig is meestal het omgekeerde het geval. Onze langetermijnvisie op aandelen is positief maar vanuit een gezond empirisch scepticisme onderscheiden we de volgende [vijf cliffhangers die de huidige periode van lage volatiliteit kunnen verstoren](#):

## DE NAKENDE AMERIKAANSE RENTE-VERHOOGING

In een duurzaam positieve conjunctuur zal een renteverhoging van het huidige niveau van 0.5% naar 1%, of zelfs van 2 à 3%, geen negatieve invloed hebben. Een verhoging van de beleidsrente die tenminste een vergoeding voor inflatie biedt, betekent niets anders dan een normalisering van het renteniveau. Momenteel blijft die inflatie aan de lage kant (1.1% in de USA en 0.2% in de EU). De Amerikaanse centrale bank (Fed) heeft met het afronden van het derde programma van kwantitatieve versoepeling, haar niet-conventioneel expansief beleid verleden jaar beëindigd. Een normalisering van het renteniveau moet ook aangevat worden, of er zal een nieuwe activa-zeepbel ontstaan. De Fed is zich daar maar al te zeer van bewust en het moment van de tweede renteverhoging sinds 2006 nadert.

## DE ITALIAANSE BANKSECTOR

De Italiaanse banksector lijdt onder 15 jaar van 0% BBP-groei waardoor er nu 360 miljard EUR aan slechte kredieten op de balansen staan. Het acute probleem bij Monte dei Paschi di Siena blijft voorlopig onopgelost waardoor het besmettingsgevaar naar de ganse Italiaanse - en dus ook de Europese - banksector blijft bestaan. De enige pragmatische oplossing is de herkapitalisering van de banken die over te lage kapitaalbuffers beschikken.



**DE SCHULDRATIO IN CHINA**

De schuldratio in China (247% van het BBP) ligt te hoog. Maar het risico op het ploffen van een kredietbubbel – met een systeemcrisis tot gevolg zoals in 2008 – is veel kleiner dan in 2008. We onderscheiden drie grote verschillen:

**1** Er bestaan géén schuldproblemen in hoofde van Chinese consumenten of overheid. De meeste Chinese schulden zijn leningen van staatsbanken aan staatsbedrijven.

**2** De schulden worden gefinancierd met binnenlandse spaardeposito's. De Chinese economie draagt quasi geen buitenlandse schuld en is dus niet kwetsbaar voor een vertrouwensbreuk met externe schuldeisers.

**3** Er heerst wel een groot schuldprobleem bij staatsondernemingen (SOE's) in de grondstoffen- en nutssector. De overheid (als aandeelhouder van de bank of via de China Banking Regulatory Commission) verplicht banken zelfs krediet te verlenen aan deze inefficiënte SOE's. De overheid stuurt het probleem mee aan en moet dus ook in staat zijn om – in omgekeerde zin – naar een geordende oplossing te streven. Dat is in een vrijmarkteconomie niet mogelijk zodat in een planeconomie het risico op

een economische crisis lager ligt. In tegenstelling tot de officiële verklaringen verwachten we ons wel aan een ordelijke daling van de wisselpariteit van de RMB (renminbi) versus de USD. Een lagere wisselkoers en een solide financiële sector zijn een vereiste voor de Chinese economie om de transitie van productie- & exporteconomie naar diensten- & consumptie economie te faciliteren.

**DE DATUM VAN DE AMERIKAANSE PRESIDENTSVERKIEZINGEN**

De datum van de Amerikaanse presidentsverkiezingen, 8 november 2016, nadert. Mogelijkerwijze zorgen deze voor volatiliteit op de financiële markten indien Trump wint. Want dat zou het risico op een meer handelsprotectionistische politiek door de USA doen toenemen en een domper zetten op de globale groei-vooruitzichten.

**BREXIT**

Als de vorige 4 cliffhangers goed aflopen, dan deze ook. Voor de volledigheid geven we toch mee dat we Brexit niet zien als een 'Lehman' moment dat een diepe wereldwijde recessie inluidde. Brexit impliceert wel:

- 1** een groeivertraging voor de UK omwille van het onzeker investeringsklimaat, een minder soepele toegang tot de Europese eenheidsmarkt en een stijging van de inflatie.
- 2** een beperkte negatieve weerslag op Britse handelspartners.

Een gemotiveerde belegger krijgt meer dan voldoende informatie aangereikt. Dit overaanbod aan informatie vraagt erom gereduceerd en geïnterpreteerd te worden. Wij beperken ze tot de bovenstaande 5 cliffhangers. Alleen het Chinees schuldenprobleem zien we mogelijks tot een Zwarte Zwaan verworpen. Een financiële crisis in China zal zonder twijfel tot een globale recessie leiden. Volgens Table is Brexit ook een Zwarte Zwaan die de verdere desintegratie van de Europese unie inluidt. Indien dat scenario bewaarheid wordt, dan zal dat inderdaad tot een Europese recessie leiden, maar wij zien het niet zo somber in. Laat ons stellen dat het positieve meest waarschijnlijke scenario ook het meest relevant zal blijken. De andere 3 cliffhangers zorgen ook voor onzekerheid op korte termijn maar lijken niet van die aard dat ze een recessie kunnen veroorzaken, tenzij de Italiaanse bankenkwestie niet opgelost raakt. •