

Toen de legendarische Sugar Ray Robinson na 85 opeenvolgende overwinningen in de weltergewichtklasse (waarvan overigens 65 met knock-out) uiteindelijk toch kennis moest maken met de mat van de boksring, vroeg men hem om een verklaring voor deze onverwachte nederlaag. Zijn omschrijving voor de tactische blunder die de aanleiding vormde voor het verlies, was tegelijk dermate messcherp en zo aandoenlijk dat ze onmiddellijk de status van een idioom kreeg toegediend. *I zigged when I should've zagged ...*

De treffende analogie met de recente bewegingen op de wereldmarkten kunnen we niet zo maar links laten liggen. Sugar Ray zou er niet van wakker gelegen hebben, gelet op zijn liederlijke levensstijl die aan iedere vorm van spaar- of beleggingsgedrag voorbij is gegaan.

De nerveuze heen-en-weerbewegingen op het aandelenfront beschrijven vooral het gebrek aan inzicht in de toekomstige economische ontwikkelingen waarbij op het ene moment de beurzen lijken te verzwelgen in hun diepe verdriet omwille van het gemis aan groeiperspectieven maar zich de volgende dag weer weten op te trekken aan een *beter-dan-verwacht* winstcijfer of een conjunctuurindicator die wat minder is gezakt dan gevreesd. Telkens zijn dit maar schijnbewegingen die moeten helpen te verhelen dat er momenteel geen klare lijn te ontwarren valt uit het kluwen van economische cijferreeksen, die elkaar voortdurend lijken tegen te spreken. Vandaar veel zigzag die weinig aarde aan de dijk lijkt te brengen. Hoewel ...

Wanneer we het ontwikkelingspad van de Amerikaanse beurs wat van naderbij bekijken, dan blijkt de opwaartse tendens steeds nadrukkelijker aan momentum te winnen.

Grafiek 1: Evolutie van de S&P composite returnindex (in US \$)



Dit is deels in tegenspraak met de verwachte evolutie van de bedrijfsresultaten, al moet hieraan onmiddellijk worden toegevoegd dat deze laatste nog steeds onderkoeld worden door de scherpe terugval in de energiesector en het vertraagde

verloop van de Amerikaanse industriële conjunctuur. De verwachte groeicijfers van de meer intern gerichte dienstensectoren bevinden zich nog steeds in de buurt van de dubbele cijfers maar de groeiende onzekerheid over de positie van Hillary Clinton blijft wegen op een aantal van de klassieke groeimotoren van de bedrijfswinsten, zoals farma, biotech en sommige onderdelen van het technologiesegment. Een verdere ruk naar links onder de impuls van de verrassende Bernie Sanders houdt immers ook een verhoogde kans in op ofwel hogere belastingen dan wel (drastisch) verminderde subsidiëring van de R&D-activiteiten in deze winstgevende sectoren.

Uit de ISM-conjunctuurindicatoren - die zoals steeds onze leidraad vormen voor de analyse van de verwachte bedrijfseconomische ontwikkelingen - valt alleszins een verder, gematigd herstel af te leiden van de Amerikaanse economische groei.

Grafiek 2: Evolutie van de gecombineerde ISM-cijfers (rood, linker as) en het Amerikaanse BBP (groen, rechter as)



Bron: Thomson Reuters Datastream

De combinatie van de cijfers uit de diensten- en industriële sectoren lijkt immers een (beperkte) groeiversnelling aan te kondigen. Voor zover de Fed-Voorzitter voldoende argumenten kan verzinnen om verdere renteverhogingen uit te stellen, kan deze ontwikkeling zich vertalen in hogere verwachte bedrijfswinsten, wat de Amerikaanse beurs nog wat hoger kan tillen. (Aan een rentestijging in juni wordt overigens momenteel slechts een kans van 7,5% toegedicht.)

We mogen hierbij echter vergeten dat de recente koersontwikkelingen op Wall Street reeds grotendeels op een dergelijk scenario hebben geanticipeerd. We komen tot deze conclusie wanneer we de recente evolutie van de vereiste risicopremie wat concreter onder de loep nemen. Het recent gepubliceerde bedrijfsnieuws ondersteunt de huidige opwaartse beursbewegingen (nog) niet, hetgeen zich vertaalt in lagere risicopremies. Dit is op zich niet verontrustend maar het betekent wel dat de Amerikaanse beurzen nu al ten dele een positief groeiscenario in de koersen hebben verwerkt. In tegenstelling tot de Europese beurzen, overigens. De vereiste risicopremie op het Oude Continent is immers nog toegenomen. Enerzijds valt een dergelijke evolutie gemakkelijk te kaderen in de anemische gerealiseerde groeicijfers

waarmee de Europese economieën opnieuw weten te ontgoochelen, maar de onderliggende tendens wordt wel geleidelijk beter. Dit laatste is helaas de meeste analisten aan het ontgaan zodat de risicopremies op de Europese beurzen blijven oplopen. Dit nadeel – zoals de slimste voetballer aller tijden ons wist te voorspellen – heeft ook het voordeel dat de waardering van Europese aandelen steeds aantrekkelijker begint te worden. Dit verklaart ook onze overwegingen in Europese waarden (nog steeds in belangrijke mate gedomineerd door onze Oosterburen).

Grafiek 3 : Evolutie van de Amerikaanse en Europese risicopremie



Toch blijven we erg gematigd in ons optimisme. De recente dalingen van de dollar zetten een domper op sommige exportwaarden, de situatie in China blijft hoogst onduidelijk en de datum van het brexit-referendum sluipt steeds korter bij. Over de uitslag van deze volksraadpleging maken we ons momenteel (nog) niet te veel zorgen. De gokkantoren (die er meestal veel korter opzitten dan de verkiezingsenquêtes) geven nog steeds een ruime (maar wat slinkende voorsprong) aan het behoud van het EU-lidmaatschap. De (weeral zeer onhandige) pogingen van Obama en de ongeziene maar expliciete steun van de oud-voorzitters van de Geheime Diensten van het VK (MI 5 en MI 6) lijken echter een averechtse uitwerking te hebben op het Britse kiezerspubliek. Dat houdt er immers niet van om verteld te worden hoe het moet denken. Wij ook niet ...

Het grexit-scenario lijkt intussen meer op de achtergrond te zijn gedrongen, deels door de (atypische) anticiperende houding van de Griekse regering maar deels ook door de politieke situatie in Europa waardoor een verdere verzwakking van haar grens met Turkije – op zijn minst gesteld – als onwenselijk wordt ervaren.

De Chinese economische cijfers blijven intussen verder aanschurken tegen ontgoochelende niveaus.

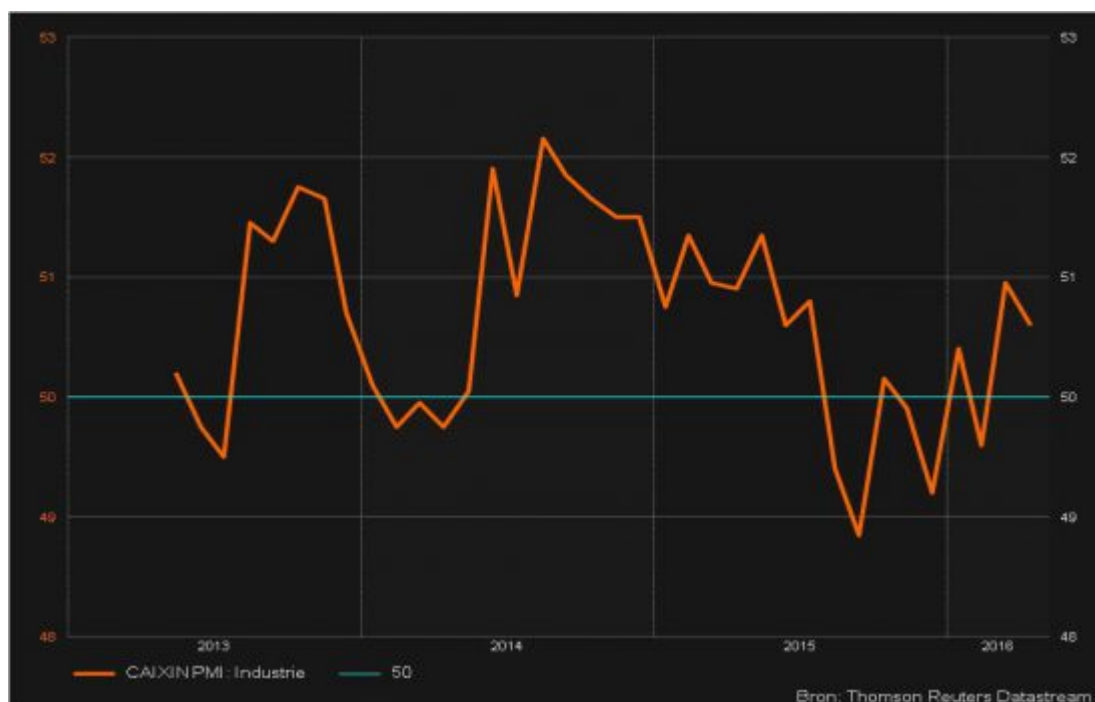
De recente CAIXIN-cijfers blijven wijzen op economische zwakte, met een gelijktijdige afbouw van het groeiritme van de industrie (zoals gewenst) als van de dienstensector (zoals niet gewenst, natuurlijk). De verdere ontaarding van de

groeiperspectieven drijft de Chinese beurzen verder terug in negatieve regionen en sleurt in zijn zog ook de meeste groeilanden mee. Dit verklaart vanzelfsprekend onze onderwegingen in deze zone (behoudens India en sommige defensieve sectoren van China).

Hoewel ... Misschien raken de meeste analisten niet wijs uit de verwarrende (schijn)bewegingen van de Chinese conjunctuurindicatoren. Vandaar dat we wat licht in deze duisternis trachten te laten doordringen.

Wanneer we de conjunctuurindicatoren voor de diensten- en industriële sectoren samenvoegen, dan ontstaat er inderdaad een zigzagpatroon, maar de dalingen (zoals recentelijk) lijken steeds minder diepgravend te zijn, terwijl de stijgingen steeds meer de bovenhand lijken te krijgen. Hierdoor lijkt eerder een positieve eindconclusie in de maak te zijn waarbij uiteindelijk zal blijken dat de industriële sectoren voldoende afgekoeld zijn om in overeenstemming te zijn met de verwachte demografische ontwikkelingen en het dienstengerelateerde segment van de Chinese economie voldoende kracht kan ontwikkelen om de groeicijfers naar (houdbare) hogere zones te laten opschuiven.

Grafiek 4: Gecombineerde conjunctuurindicator voor China ( diensten + industrie)



Misschien moeten we ons dus eerder aan een *zag* verwachten, in de plaats van aan de algemeen geanticipeerde *zig* van de Chinese economie?