

Dat de mensheid beweert zich op de hoogste sport van de evolutionaire ladder te bevinden, wordt door de overige leden van het dierenrijk slechts op een meewarig stilzwijgen onthaald.

Hoe kan een soort een dergelijk waanbeeld koesteren wanneer ze zich enkel weet te onderscheiden door onnoemelijke wreedheden tegen haar groepsgenoten en een meedogenloos juk oplegt aan andere schepselen? Daarenboven blijkt deze ondersoort van -min of meer- rechtoplopende mensapen niet te kunnen weerstaan aan een compulsieve drang naar zelfdestructie waarmee op onnavolgbare wijze de eigen omgeving systematisch onleefbaar wordt gemaakt.

De stelling van de menselijke superioriteit kan overigens op geen enkele statistische ondersteuning rekenen. Ook al hebben we 75% van alle andere soorten intussen uitgeroeid, toch blijken er (veel) meer mieren dan mensen te zijn. Indien u overigens wat kleinerend wenst te doen over de geringe gestalte van individuen die tot deze dominante soort behoren, besef dan ook onmiddellijk dat het opgetelde gewicht van deze beestjes, dat van de mensheid (ondanks de gangbare plaag van obesitas) ruimschoots overtreft. Hun succesverhaal steunt vooral op een oerdegelijke sociale organisatie, die tegelijk individuele ontplooiing toelaat. Er is overigens ook weinig risico op depressies of *burn out* bij deze nochtans erg ijverige soort: Je weet immers op ieder moment wat er precies van je wordt verwacht en vermits het DNA onderling grotendeels identiek is, zal men uitermate begripvol zijn voor elkaars fouten of tekortkomingen. Het ondernemingsmodel is daarenboven erg duurzaam met een ecologische voetafdruk die over laatste tien millennia minder zwaar is geweest dan één city trip naar Barcelona met een vliegtuig vol joelende toeristen.

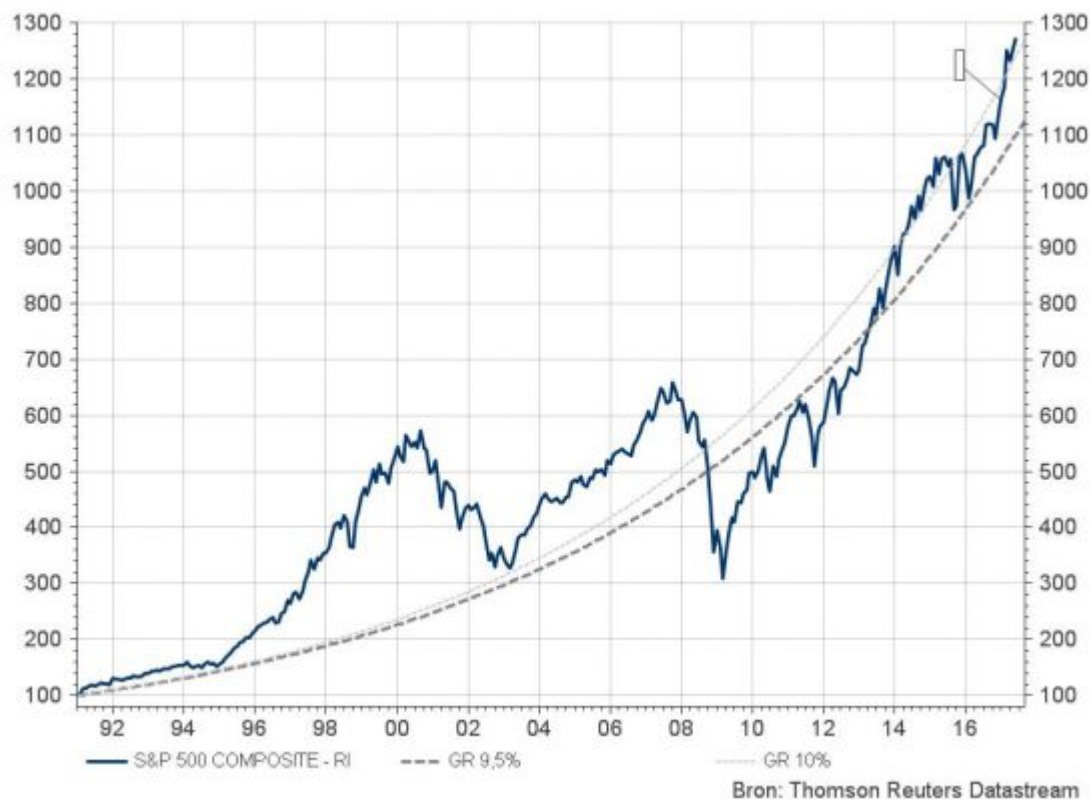
Toch durven we aan deze rondkruipende krachtpatsers toch nog een goede raad mee te geven: Hun sociale model vertoont immers één tekortkoming waar de mensheid wellicht toch een streepje voor heeft. Vermits deze cruciale uitvinding dreigt mee te verdwijnen bij de onvermijdelijke ondergang van de ontspoorde neefjes van de bonobo's en chimpansees, proberen we dit alsnog te introduceren bij de uiteindelijk overwinnende diersoort. Nu Trump de VS heeft teruggetrokken uit het Klimaatakkoord van Parijs, wensen we hiermee overigens enige haast te maken.

Het mierenvolkje beschikt immers vooralsnog niet over financiële markten, hetgeen we beschouwen als een groot mankement in hun sociale organisatie waarmee hun efficiëntiegraad substantieel kan worden verhoogd. Een goed functionerende aandelenmarkt laat immers tussentijds toe om de risico's te verschuiven naar de (op dat moment) sterkste schouders, zodat bedrijfscontinuïteit min of meer verzekerd wordt. Dit gebeurt vanzelfsprekend tegen een gepaste vergoeding op basis van een risicopremie, die op langere termijn cumuleert tot een aardig spaarpotje, zodat het mierenvolkje tegelijk op korte termijn de nodige risico's kan nemen om de kolonie telkens weer de beste toekomstkansen aan te bieden en op lange termijn de voordelen hiervan netjes gespreid kan aanbieden aan haar bevolking. Aangevuld met een vlot functioneerde obligatiemarkt wordt de mierenlevening vervolgens permanent voorzien van goedkope en liquide financiering, zodat de combinatie van beide, de deelnemers niet enkel bescherming tegen koopkrachtverlies zal bieden, maar ook welvaartsvastheid.

In de mensenwereld is het alleen maar spijtig te noemen dat kortzichtige commentaren voorbij gaan de wondere krachten van een dergelijk mechanisme dat er in voorziet dat de noodzakelijke risico's die moeten worden genomen om vooruitgang te bewerkstellingen, op efficiënte wijze worden gespreid tegen een relatief correcte prijs, door de markt bepaald, waardoor gespaard vermogen rendabel kan worden aangewend. De zeer positieve resultaten op lange termijn van een dergelijke werkwijze waren ons 2000 jaar geleden al voorspeld door een zekere Mattheus, belastingontvanger in hoofd- en evangelist in bijberoep en (vooral) economist avant-la-lettre, in zijn onnavolgbare parabel der talenten. Kort samengevat: Als je een talent hebt, investeer het dan. Op langere termijn brengt dat goed op.

Toch openden de ogen zich pas echt na een artikel van Jeremy Siegel in 1992 waarbij de Wharton coryfee -eerder toevallig, zoals dat in de wetenschap wel eens meer voorkomt- op het merkwaardige resultaat stuitte dat 1\$ belegt in de Amerikaanse beursindex, per eind 1991 bijna 1 miljoen dollar was geworden (en intussen meer dan 12 miljoen dollar ...).

Grafiek 1: Evolutie S&P composite (Return in US\$) sedert 1/1/1992



Dit veronderstelt natuurlijk wel in dat de belegger voldoende kort bij een gediversifieerde aandelenindex wist te blijven en de ontvangen dividenden systematisch werden geherinvesteerd. Maar u zult onmiddellijk argumenteren dat niemand zolang leeft om hier wel bij te varen. De achter-achter kleinkinderen van de noeste investeerder in 1802 zullen er alleszins zeker baat bij gehad hebben, terwijl over relatief korte periodes (van 25 jaar of zo ...) de beleggingsresultaten ook meer dan behoorlijk meevallen. Statistisch kan er een zeer overtuigend rapport worden opgesteld in het voordeel van goed gespreide aandelenbeleggingen, zoals een wereldindex, terwijl ook de meest recente periode van 25 jaar, de eerdere vaststellingen bevestigd.

De MSCI-wereldindex (met herbelegde netdividenden) wist immers sinds 1992 zowat te verachtvoudigen.

Grafiek 2: Evolutie van de MSCI-wereldindex aandelen (net return in euro) over de laatste 25 jaar.



Deze glansprestatie vertaalt zich in een jaarrendement van ongeveer 8% per jaar, een rendementsniveau dat zich heel kort ophoudt in de buurt van de gemiddelde jaarreturn die Siegel berekende tussen 1802 en 1991, met name 7,6%. In meer dan 90% van de periodes van 25 jaar kon dit gemiddelde resultaat minstens worden geëvenaard, wat statistisch gezien toeval uitsluit. Dit betekent helemaal niet dat er geen tussentijdse uitschuivers kunnen voorkomen die het geduld van de gemiddelde belegger danig op de proef kunnen stellen. De ongelukkige die zijn hele hebben en houden in 1966 in aandelen zou hebben gestopt, moest tot 1981 wachten om zijn vermogen hersteld te zien van de olieschokken en de economische recessies die hierop volgden, terwijl ook in de meer recente geschiedenis, de periode tussen 2000 en 2011 zeker niet tot de gelukkigste behoorde (op geen enkel vlak, overigens ...)

De indrukwekkende beleggingsresultaten uit het verleden mogen vandaar niet zomaar klakkeloos worden vertaald in een toekomstige *bonanza*. Was er overigens geen ander toeval in het spel? Met name het feit dat bij het berekenen van dergelijke beursprestaties steevast naar de VS wordt gekeken. Wie wist er in 1802, of zelfs in 1913, dat Amerika een dergelijke suprematie op economisch, militair en politiek zou kunnen opleggen aan de rest van de wereld? Vandaar dat we misschien een statistische fout maken door onbewust het pad van de overwinnaar te volgen en hierbij te vergeten dat dit pad destijds onmogelijk voorspelbaar was? *Survivorship bias*, heet dat dan, en je mag bij de vaststelling ervan meteen je al het statistische materiaal in de vuilnisemmer kieperen. Wie een paar generaties geleden in Duitsland, Argentinië of Japan had belegd, heeft intussen immers heel andere beleggingservaringen...

Maar laat dat gegeven u niet afschrikken: Een wereldindex, waarbij alle landen werden gewogen op basis van hun BBP, wist de Amerikaanse cijfers immers nog te *verbeteren*, zeker in risicogecorrigeerde termen. Brede spreiding en veel geduld vormen de basisingrediënten van een succesvolle beleggingsstrategie, een recept dat echter moet worden opgediend met voldoende relativeringsvermogen om bij tussentijdse schommelingen niet in paniek te slaan.

Toch kunnen tijdelijke bijsturingen een interessante bijdrage aan het uiteindelijke beleggingsresultaat, maar de kunst hierbij bestaat erin om de waan van de dag te overstijgen en zich te concentreren op die elementen die van wezenlijk

belang zijn voor de toekomstige ontwikkelingen van aandelen- en obligatiemarkten. Een drietal recente ontwikkelingen vragen toch om onze aandacht toe te spitsen op het conjuncturele verloop.

De conjunctuurvertraging in de Amerikaanse industriële sector wordt bevestigd in het meest recente ISM-rapport. Dat mag ons zeker niet verbazen en geeft vooral aan dat er zich VS geen wezenlijke spanningen voordoen op het inflatoire front.

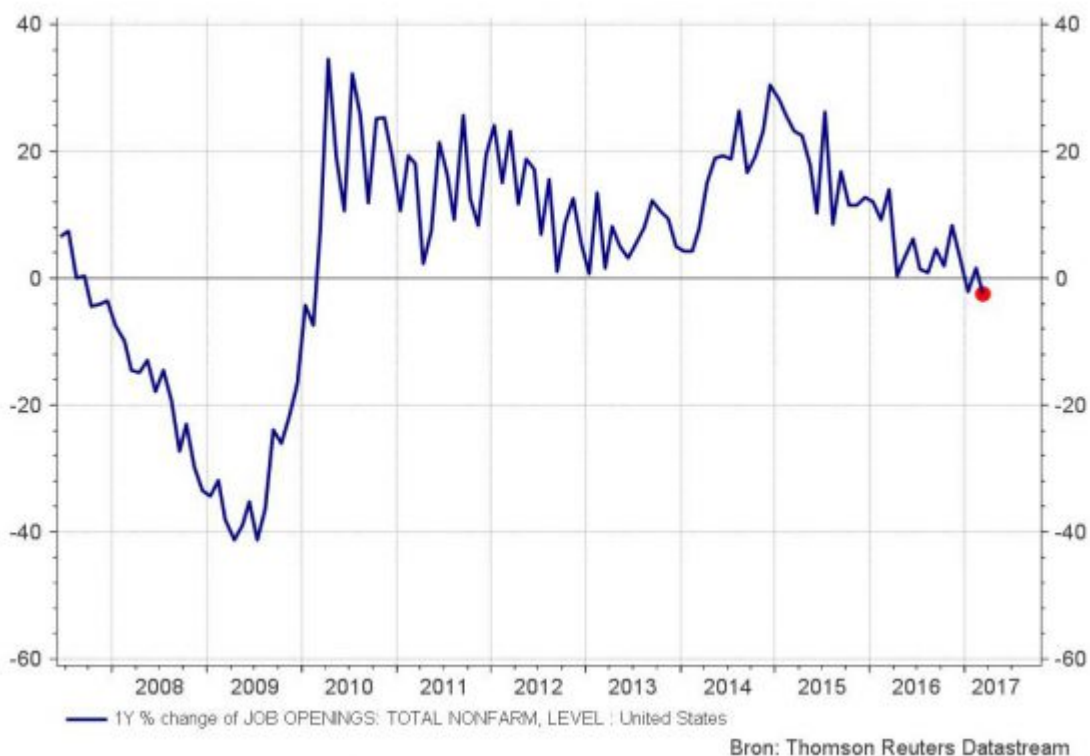
Grafiek 3: ISM indicator VS: Industrie en Diensten



Dit betekent dat de Centrale Bank dan ook geen haast hoeft te maken met het optrekken van haar beleidsrente en na de verwachte stijging in juni (of juli?) rustig kan afwachten hoe de situatie op het economische front evolueert. De financieringskosten blijven dus laag en vrij stabiel in de Amerikaanse economie, terwijl men zich over de toekomstige conjuncturele ontwikkeling niet al te veel zorgen moet maken: De dienstensector houdt de economie op voldoende peil, terwijl de (vooruitlopende) New Orders-component van de ISM aangeeft dat ook de industrie na de huidige adempauze zal herstellen.

De meeste aandacht ging intussen echter uit naar de werkgelegenheidscijfers die op 2 juni werden gepubliceerd. Deze –altijd wat problematisch samengestelde- statistiek wees op een verder teruglopende werkloosheidsgraad in de VS maar gaf tegelijkertijd ook aan dat de creatie van nieuwe banen tegen een lager tempo verloopt dan aangenomen. Enerzijds wezen we reeds herhaaldelijk op deze merkwaardige evolutie die vooral te verklaren valt door het dalend aantal vacatures in de VS.

Grafiek 4: Vacaturegroei in de VS



Hierdoor kan anderzijds de loonontwikkeling in het gareel gehouden worden, zowel in de industrie als de dienstensectoren, waardoor deze belangrijke component van toekomstige inflatie perfect binnen zijn grenzen blijft.

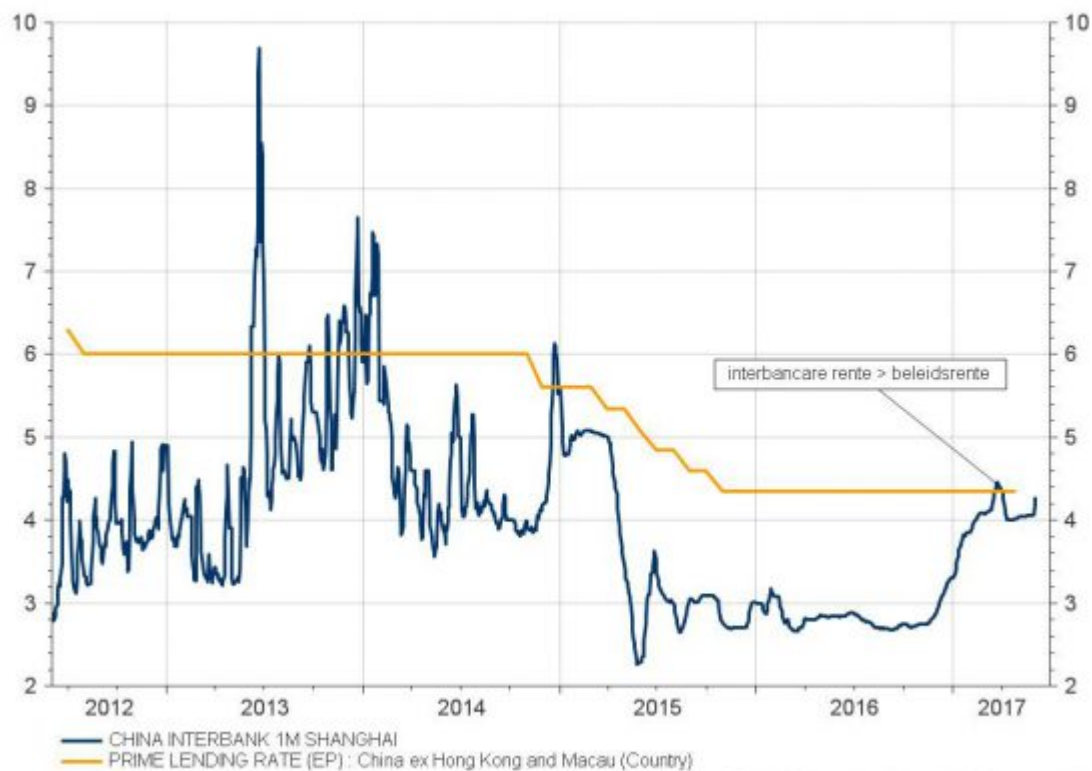
Een tweede aspect dat met verscherpte aandacht moet worden gevolgd is de commentaar van Draghi, na de eerstvolgende vergadering van de ECB. Hierbij komt het er vooral op aan om tussen de lijnen te lezen naar wat de ECB-voorzitter hint inzake het nakende einde van het *Quantitative Easing* programma. Ondanks de massale liquiditeitsinjecties in de Europese obligatiemarkten is er nog steeds onvoldoende kredietgroei en zijn inflatiedoelstellingen nog niet steeds niet binnen handbereik. Deze boodschap dient met de nodige omzichtigheid te worden gebracht. Men mag immers niet de indruk wekken dat de ECB nu aan paniekvoetbal doet omdat haar strategie (nog) niet werkt.

Grafiek 5: Kredietgroei in de Eurozone (Particulieren en Ondernemingen)



U hebt van ons al lang niets over China gehoord, zegt u? Zijn we het bestaan van de grote Rode Reus dan uit het oog verloren? Zeker niet, maar de evolutie volgde veelal het voorspelde pad. Recentelijk werd onze aandacht echter aangescherpt door een merkwaardige ontwikkeling op de Chinese geldmarkten. We beschouwen het immers altijd al als een waarschuwingssignaal wanneer de interbancaire rente de beleidsrente overschrijdt. Dit impliceert dat er onvoldoende liquiditeit aanwezig is om in de financieringsbehoefte van de Chinese economie te voorzien.

Grafiek 6: Beleidsrente en interbancaire rente in China

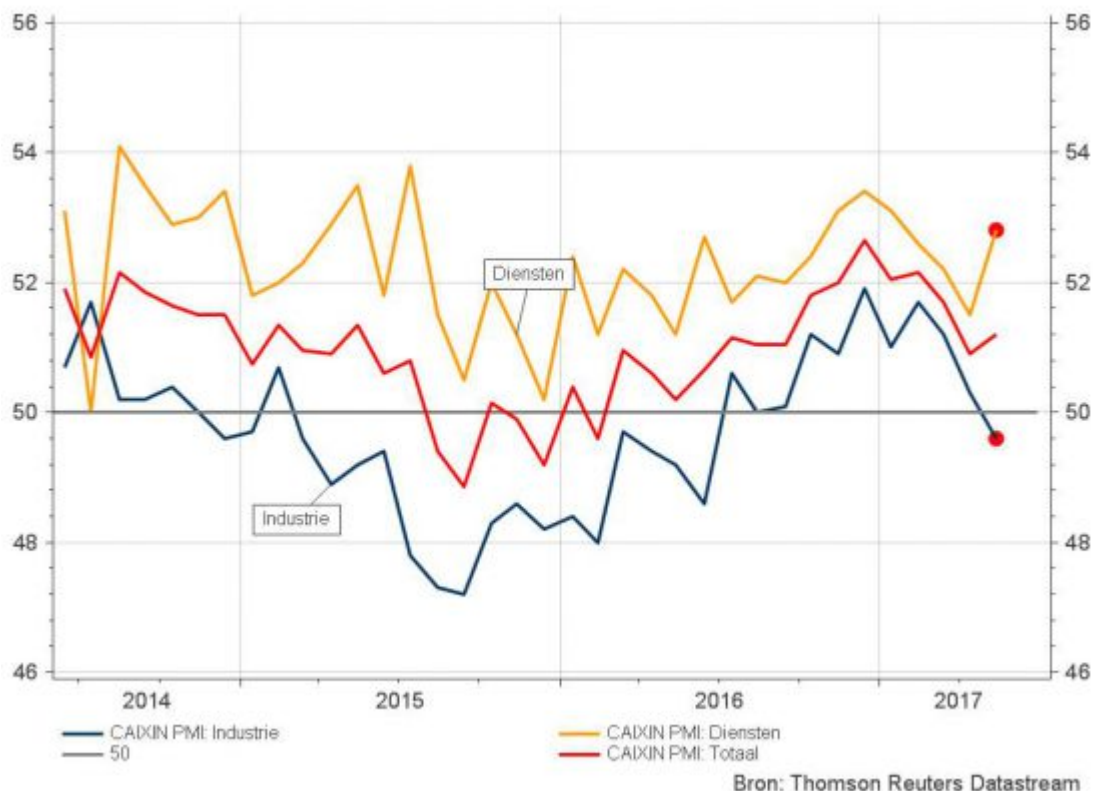


Bron: Thomson Reuters Datastream

Concreet duidt dit meestal op een ongebreidelde expansiefase in de vastgoedsector dat meerdere gevaren inhoudt: Enerzijds draagt dit alleen maar bij aan een speculatieve zeepbel in de vastgoedsector en de reeds te hoog opgelopen schuldgraad in de lokale economie. Anderzijds duidt dit op hernieuwde zwakte in de Chinese industrie. Om werkloosheid (en sociale onrust) in hun regio te vermijden, beslissen de lokale potentaten dan meestal om de gemakkelijkste weg te kiezen: Trek gewoon ergens een megagebouw op, we zullen nadien wel zien wat we ermee kunnen aanvangen. Intussen creëren we banen die inkomen en consumptie generen. J.M. Keynes, anno 2017.

De Centrale Overheid ziet dit gevaar en doet de nodige inspanningen om de dergelijke ontwikkelingen tegen te gaan maar deze maatregelen kunnen niet de industriële zwakte verdoezelen. Het Caixin-rapport duidt dan ook op een afkoeling van de industriële component van de Chinese economie dat echter wordt gecompenseerd door een versnelling van het groeiritme van de dienstensectoren (onder andere, aangedreven door consumptieve bestedingen).

Grafiek 7: Caixin Rapport China: Diensten en Industrie



Vandaar dat we in onze beleggingspolitiek nog steeds zeer afkerig staan van investeringen in China, behoudens aandelen van bedrijven die toegespitst zijn op consumptieve bestedingen door particulieren. Dit doen we overigens al sinds 2014. De outperformance van deze strategie is intussen substantieel geworden.

Onze asset allocatie modellen hebben intussen moeite om zichzelf in bedwang te houden. De combinatie van lage LT rente en het ontbreken van opwaartse rente-impulsen, gelet op het ontbreken van inflatiedreiging, substantiële verwachte stijgingen van de Europese en Amerikaanse bedrijfsresultaten, het historische nog steeds zeer hoge niveau van de risicopremie en de extreem lage impliciete volatiliteit op de Westerse beurzen, drijven de aandelenexposure verder naar boven, vooral ten koste van de aangehouden cashposities. De nadruk hierbij ligt op Europa, aangevuld met specifieke sectoren als robotica, watertechnologie, beveiliging en life style. De obligatieposities blijven nog enigszins op peil maar de looptijden blijven beperkt tot een vijftal jaar, hoofdzakelijk georiënteerd op Spaanse, Ierse en Poolse Overheidsobligaties, aangevuld met Italië (maar bij deze laatste houden we de handrem wat aangetrokken) en een beperkte positie in Indische Staatsobligaties.