

Ondanks de afgenomen volatiliteit op de wereldbeurzen, die zich nu opnieuw ergens ophoudt rond de diepterecords uit 2017, hebben vele investeerders (waaronder wij) toch de indruk te zeilen over zeer woelige baren. Meer nog, wie momenteel recht wil blijven staan op het dek van het schip dat de wereldbeurzen bevaart, moet over een stevig stel zeemansbenen beschikken.

De kennelijke tegenspraak tussen enerzijds de historisch lage beursvolatiliteit en het overheersende, rusteloze gevoel anderzijds, heeft vooral te maken met de onderling sterk uiteenlopende individuele prestaties van aandelen.

De belangrijke verschillen in individuele prestaties, zowel in positieve als in negatieve zin, neutraliseren elkaar weliswaar grotendeels in een breed gespreide aandelenportefeuille maar de individuele prestaties vertonen onderling een historisch grote dispersie. Dat is het gevolg van de extreme terugval in koers wanneer er zelfs maar een zweem van ontgoocheling ontstaat over de gepubliceerde resultaten en uitbundige taferelen als de bedrijfswinsten de (al hoog gespannen) verwachtingen overstijgen.

In de VS valt dit nog enigszins mee omdat aandelen daar in meerderheid aan de verwachtingen voldoen of die zelfs nog overstijgen. Het oude continent ontgoochelt licht, met 7 % meer bedrijven die onder de verwachtingen blijven, in vergelijking met de positieve verrassingen.

Oplopende dispersie is op zich niet ongewoon in een conjunctuurfase als die waarin de Westerse economieën zich momenteel bevinden, maar de orde van grootte waarmee dit fenomeen zich nu voordoet is wel vrij uitzonderlijk. De koersontwikkeling van Facebook illustreert dit fenomeen enigszins (maar hier golden eerder zeer specifieke omstandigheden) maar in zijn zog sleepte de mediagigant ook bedrijven mee die weliswaar schitterende omzet- en winstcijfers publiceerden maar enige (beperkte) twijfel lieten over hun toekomstige groeipad, zoals Abiomed, Electronic Arts, IPG Photonics of Netflix. Of was het enkel omdat deze waarden over de afgelopen periode het meest gestegen waren en vandaar gewoon de *usual suspects* vormden voor tussentijdse winstnemingen die werden *getriggerd* door het onaangename nieuws van Facebook?

Op portefeuilleniveau veranderde er echter nauwelijks wat. De gelijk gewogen som van de prestaties van individuele waarden die de S&P 500 index vormen, wijzigde nauwelijks over de laatste twee weken, vermits onder meer AMD, HCA Healthcare, Thermo Fisher en Corning voor het nodige tegengewicht zorgden. Een gelijkaardig beeld was overigens ook terug te vinden op de Europese beurzen.

Dergelijke patronen in de onderlinge verdeling van aandelenreturns benadrukken (voor zover dat nog nodig zou zijn) de strikte noodzaak een brede spreiding aan te houden. Uit recent onderzoek blijkt daarenboven dat over de periode 1926-2016, slechts 4% van alle aandelen die op de Amerikaanse beurzen genoteerd waren, over die periode hebben ingestaan voor de (spectaculaire) gerealiseerde aangroei van het beursvermogen (met 35.000 miljard US \$!).

Vermits meer dan 25.000 aandelen over die periode de revue passeerden, is de kans zeer groot dat een onvoldoend gespreide portefeuille deze 4% (ongeveer 1000) aandelen, niet zou bevatten. De winnaars (Exxon, Amazon, Microsoft, Apple, ...) ken je immers meestal pas nadien. Dit fenomeen herhaalde zich ook over de afgelopen twee jaar, waar slechts 10 aandelen van de 500 die samen de S&P 500 index vormen, instonden voor de helft van de totale beurswinst. 9% van de S&P bedrijven nam 75% van de aangroei van het vermogen voor zijn rekening. Of anders uitgedrukt: door een relatief kleine vergissing in de samenstelling van een portefeuille, dreig je het leeuwendeel van de beurswinsten te missen. Dit geldt zowel voor de korte als voor de lange termijn.

De afgelopen weken viel er ook zeer interessant economisch nieuws te rapen.

Het algemene economische groeicijfer van het Amerikaanse BBP bleef met 4,1% (uitgedrukt op jaarbasis) tijdens het tweede kwartaal licht onder de verwachtingen, maar het cijfer werd toch op goedkeurend gemor onthaald omdat de economische vooruitgang zeer goed verdeeld was over de verschillende deelsectoren en extra in de verf werd gezet door een stijgende binnenlandse vraag, die veruit het belangrijkste en meest richtinggevende onderdeel vormt van de Amerikaanse economie.

Op 1 augustus verscheen ook het nieuwe ISM-cijfer voor de Amerikaanse industriële sectoren. Het cijfer zat pal op de verwachtingswaarde van ons model en ondersteunt hierdoor onze hypothese van verdere, geleidelijke economische vooruitgang. De Amerikaanse langetermijnrente (op 10 jaar) steeg weliswaar maar bleef (zij het op een zucht) onder de symbolische grens van 3%.

De *up beat* commentaren van de Fed-voorzitter wijzen intussen op een verdere economische groei zonder vrees voor een ongecontroleerde ontwikkeling van de inflatie-indicatoren, hetgeen in 2018 weliswaar nog twee verdere sprongen van de beleidsrente met telkens 25 basispunten impliceert. De eerstvolgende toename van de beleidsrente in de eurozone wordt overigens pas (ten vroegste) in september 2019 verwacht en zou slechts 10 basispunten bedragen.

De conjunctuurfase blijkt zich op die manier in de VS te verlengen volgens een ideaal scenario met indicatoren die wijzen op toenemende economische activiteit, zonder dat dit oververhittingsgevaar inhoudt. Dit staat overigens in contrast met de eurozone waar de inflatie wél toeneemt (zonder evenwel bedreigende proporties aan te nemen) en de activiteitsgraad een afnemend groeiritme laat optekenen, tegen de achtergrond van tegenspuiterende Italiaanse politici en verzwakkende bankbalansen in Italië en Griekenland. Niet dat we daar nu al wakker van liggen, maar het blijft intriest dat de onderliggende, zeer gunstige ontwikkelingen in de eurozone, zoals onder meer toenemende economische homogeniteit van de lidstaten en de verdere toename van de bedrijfsresultaten (zij het dat het gemiddelde groeiritme hiervan zich maar op de helft van het Amerikaanse bevindt), bedolven worden onder slecht nieuws.

Intussen lijkt de strijdlijn in (de prelude op) het handelsconflict tussen de VS en de EU (tijdelijk) te zijn begraven na een bevreemdende ontmoeting tussen de Amerikaanse president en de Europese gezant. Nochtans heeft de VS (meer dan) een punt bij haar oprispingen over het onevenwicht in de handelsakkoorden tussen beide grootmachten. De VS heeft momenteel echter te veel te verliezen bij een verdere escalatie. De import uit Europa dreigt immers duurder te worden en dit lijkt zich precies daar het hardst te laten gevoelen waar de electorale positie van de Republikeinse partij kwetsbaar is. De *mid-term* verkiezingen van november vormen hierdoor een groter gevaar voor de Amerikaanse president dan de structurele problematiek van de handelsovereenkomsten, die ook later kunnen behandeld worden.

Dit biedt ook het strategische voordeel dat de VS zich bij de uitgelokte handelsconflicten nu op één front kan concentreren. De presidentiële staf weet maar al te goed dat een brede laag van de Amerikaanse bevolking een sterke positionering ten opzichte van China wél ondersteunt, en dit zonder hierbij al te veel nuancering te vragen. Deze houding heeft China grotendeels aan zichzelf te danken door de eenzijdige afscherming van zijn thuismarkt, onverheeld inbreuken op de patentwetgeving en een oplopend handelsoverschot met de VS (al wordt dit laatste zeker mee veroorzaakt door Amerikaanse bedrijven die hun productie naar China hebben verplaatst). Hierdoor laat de rode reus zich nu al te gemakkelijk manoeuvreren in de positie van zondebok, onder meer als de gemakzuchtige verklaring voor vermeend banenverlies in de VS (dat grotendeels te wijten is aan automatisering - dat weten we al sedert de jaren tachtig toen banen uit de VS en Canada eerst verdwenen naar Mexico, vervolgens naar China en Vietnam om na 10 jaar terug te keren naar Amerika, nu getransformeerd in de vorm van hoog technische tewerkstelling in een volledig geautomatiseerde omgeving).

De Chinese overheid heeft intussen vrij drastische maatregelen afgekondigd om haar economische groei op het gewenste groeipad te houden en een eventuele groeivertraging, veroorzaakt door het effectief opleggen van Amerikaanse sancties, te voorkomen. Deze maatregelen zijn vooral gericht op de ondersteuning van de binnenlandse consumptie en verdere infrastructuurwerken en zijn gemotiveerd door de verwachte terugval die wordt gesignaleerd door diverse vooruitlopende conjunctuurindicatoren.

Om de genomen maatregelen kracht bij te zetten, werden voorafgaand de reserveratio's van de banken verlaagd. Door de lagere kapitaalvereisten voor banken kan de interbancaire marktrente (substantieel) afnemen en beschikken de Chinese financiële instellingen over ruime liquiditeitsvoorzieningen om voldoende (goedkope) kredieten te verstrekken.

De keerzijde van de medaille - die is er in de economie namelijk altijd - is echter dat de schuldgraad verder oploopt en de kans op een opstoot van de inflatie toeneemt. Het imminente gevaar van een potentiële groeivertraging weegt momenteel echter duidelijk door bij de gemaakte beleidskeuze.

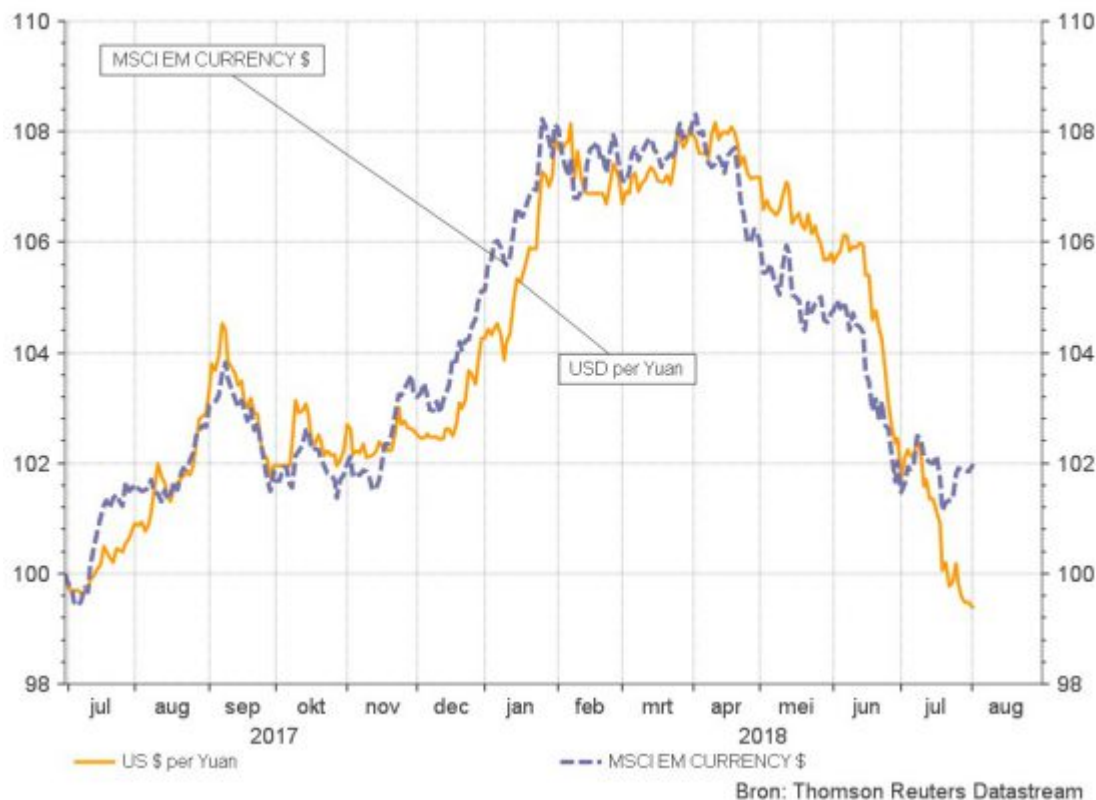
Een bijkomend voordeel van de huidige Chinese monetaire politiek, die nu tegelijkertijd lagere rente en hogere kredietvolumes toestaat, is dat de wisselkoers van de yuan ten opzichte van de US dollar toeneemt. Omwille van hun riant economische situatie, streven de VS immers hogere officiële beleidstarieven na, waardoor het (verwachte) renteverskil oploopt. Dit resulteert in een US dollar die in de afgelopen 6 maanden die 10% duurder is geworden in vergelijking met de Chinese munt.

Dat is alleszins de officiële verklaring van het Chinese bewind die erop wijst dat de verzwakking van de yuan een onbedoeld gevolg is van de verschillen in monetaire politiek tussen de VS en China.

Maar de koersdaling van de yuan ligt precies in dezelfde orde van grootte als de opgelegde invoertarieven, waardoor de impact van de heffingen volledig wordt geneutraliseerd en lijkt nu verdacht veel in de buurt te komen van de wisselkoers die werd gehanteerd voor de crisis van 2008. Maar dit tarief werd door de Chinese administratie bepaald en werd niet gevormd op een vrije kapitaalmarkt. Dit voedt de geruchten dat het opnieuw de Chinese functionarissen zijn die de wisselkoers bepalen. Dit zou hoogst ongepast zijn vermits China nog niet zo lang geleden mocht toetreden tot de selecte club van reservemunt van het IMF, onder meer op basis van de stellige belofte van een vrije vorming van zijn wisselkoers.

De huidige ontwikkeling wekt bij de Amerikaanse presidentiële administratie vandaar de nodige argwaan op en voedt bij haar de hypothese dat China zijn wisselkoers agressief gebruikt om systematisch aan de impact van invoertaksen te ontglippen. Dit wordt in Beijing vanzelfsprekend in alle toonaarden ontkent maar voor alle zekerheid heeft de Amerikaanse president de (aangekondigde) tarieven dan maar opgetrokken tot 25%. Deze heffingen kunnen onmogelijk worden gecompenseerd door een verdere terugval van de yuan-wisselkoers. Vooreerst omdat een dergelijke koersdaling precies het bewijs vormt dat China zijn wisselkoers manipuleert (en dat zou zeer ongepast zijn voor een reservemunt van het IMF) en vervolgens omdat dit ongetwijfeld de inflatie in China (en wellicht de rest van Azië) dreigt te verhogen. Dat de positionering van de Chinese overheid aangaande haar wisselkoersbeleid wellicht toch niet als 100% koosjer kan worden beschouwd, wordt verder afgeleid uit de wijziging in haar koersgedrag.

Grafiek 1: Evolutie van de US \$ / yuan wisselkoers in vergelijking met de MSCI Emerging Markets Currency Index



In het (recente) verleden sloot de yuan-wisselkoers vrij nauw aan bij de bewegingen van een korf van groei landen, met de MSCI emerging countries currency index. In de laatste weken wordt er echter een opvallende afwijking vastgesteld, wat voor de Amerikaanse staatssecretaris Mnuchin, het overduidelijke bewijs vormde van koersmanipulatie.

Voor een goed begrip: deze aangekondigde maatregelen dienen (tot nu toe) enkel om de strategische positie van de Amerikaanse onderhandelaars te verstevigen bij de komende gesprekken met China en om duidelijk te wijzen op het feit dat systematische maatregelen worden gevraagd om het Chinese handelsoverschot met de VS geleidelijk af te bouwen en een einde te maken aan de inbreuken op Amerikaanse technologische patenten.

De financiële markten hebben deze tactische manoeuvres van beide partijen vanzelfsprekend doorzien maar bouwen toch een wat hogere risicopremie in voor groei landen in het algemeen en de Chinese aandelenbeurs in het bijzonder. Dit resulteerde in een vrij behoorlijke terugslag op de Chinese beurzen.

Door onze systematische, verregaande onderweging van groei landen en de concentratie op Chinese consumptie en India (die momenteel vrijwel immuun zijn voor de geschetste problematiek) mitigeren we voor een belangrijk deel de negatieve gevolgen van de terugval van de algemene Chinese beursindex en emerging markets.



Met alle Chinezen (en wellicht ook met deze)