

Bij gebrek aan een superlatief dat de prestatie op de Amerikaanse aandelenbeurzen afdoende onder woorden brengt, gaan we maar te rade bij Disney's, de zeemzoete verfilming van de boekenreeks van P.L.Travers, die daarin een veel pittigere Marie Poppins had neergezet.

Wat past er overigens beter bij de langste beursrally ooit, dan het langste Engelse woord?

Het bereiken van een recordniveau van de Dow Jones, S&P Composite en de NASDAQ 's is onlosmakelijk verbonden met beklemmende hoogtevrees die zich vertaalt in een toenemend wantrouwen over de huidige koerswaardering en hardnekkige geruchten over een financiële zeepbel die kortelings dreigt te imploderen. Dit vraagt om een meer doortastende analytische doorlichting die de emotie overstijgt.

Grafiek 1: Evolutie van de prijsindex van de NASDAQ, Dow Jones en S&P Composite (in US \$)



Bij de evaluatie van beurskoersen nemen we graag als uitgangspunt dat er (allesszins op middellange of lange termijn) een rationele onderbouw aanwezig is, die het verband legt met de (verwachte) evolutie en de groeivoet van de bedrijfsresultaten, de ingebouwde risicopremie en de rentestand.

Ieder van deze factoren wordt in belangrijke mate bepaald door de verwachte conjunctuur, de resulterende inflatiedreiging en de monetaire politiek van de Amerikaanse centrale bank. De Fed is weliswaar momenteel op weg om haar beleidsrente in de buurt van een neutraal tarief te brengen, zonder hierbij echter het gevaar te willen lopen om de economie te abrupt af te remmen.

De verhoging van de beleidsrente met 0,25% in september (binnen 22 dagen) is een certitude, de kans op een verdere stijging in december wordt op 2/3 ingeschat, maar dan wordt het wachten tot juni of juli 2019 om een betekenisvolle kans toegekend te zien aan een nieuwe opsproming met 0,25 %. Maar tegen dan is er veel water door de Schelde gevloeid en nog veel meer door de East River en de Potomac (de wilde stroom die Washington DC doorkruist).

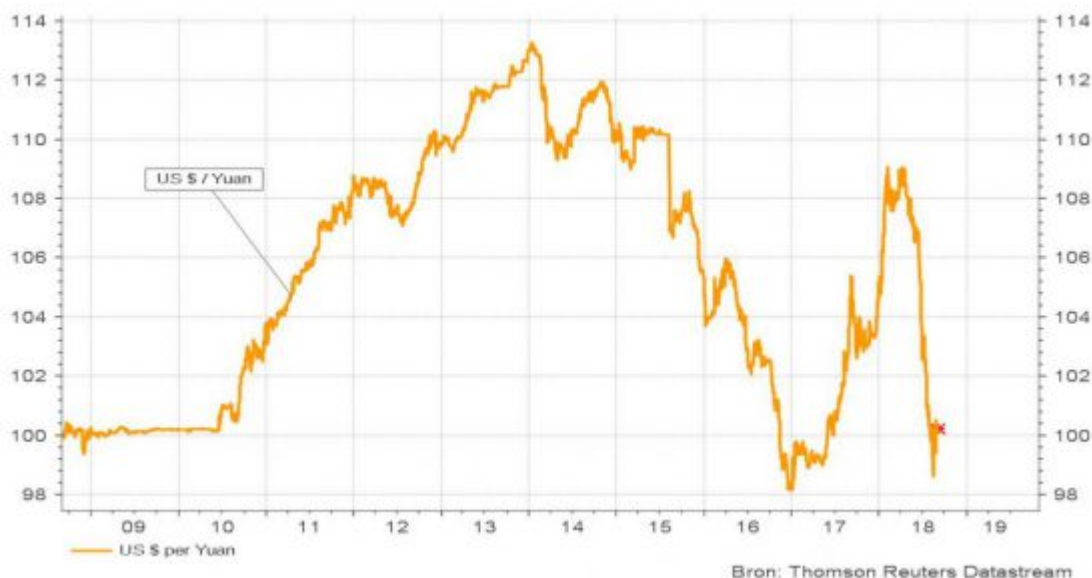
Noch de Amerikaanse bedrijfsresultaten, noch de lange termijn of de risicopremie vormen momenteel enige bedreiging, zodat een van de weinige (maar in dit geval niet ongevaarlijke) storende factoren moet gezocht worden bij de Amerikaanse president en dan vooral bij diens voortdurende, verbaal agressieve uithalen naar zijn handelspartners in de EU en China.

Het Witte Huis (of althans zijn bekendste inwoner) past hierbij nogal opzichtig de *mad man doctrine* toe waarmee de betrokkene hoopt om via dreigende taal een betere positionering te bekomen bij de volgende onderhandelingen. Deze tactiek lukt overigens bijzonder aardig en Trump weet dat hij op sommige vlakken het gelijk aan zijn kant heeft en hierbij op zeer ruime steun bij zijn achterban kan rekenen. Precies die steun die ook nodig zal zijn bij de eerstvolgende (tussentijdse) verkiezingen in de VS waar de positie van Republikeinen (samen met de *approval rate* van de president) lijkt te verbeteren. Tot deze verkiezingsresultaten bekend zijn, zal de president het gebruik van stoere taal en populistische argumenten niet schuwen, zeker niet in materies die er bij de gemiddelde Amerikaan als pap ingaan.

De vrees voor een verdere escalatie van de handelsconflicten is tevens een van de belangrijkste factoren die de Europese en Aziatische markten ervan weerhoudt om aan de Amerikaanse recorddansen deel te nemen. Maar de Aziatische economieën zitten intussen ook opgescheept met wat groeikrampen nu de Chinese indicatoren wijzen op conjuncturele tegenwind en een aantal Aziatische munten (zij het in beperkte mate) onder druk zijn komen te staan in de nasleep van de Turkse crisis.

De Chinese munt lijkt intussen zijn evenwichtsniveau ten opzichte van de US dollar te hebben teruggevonden. Precies op dat punt waar we het maanden geleden reeds hadden gesitueerd, met name pal op de wisselkoers van voor de financiële crisis van 2008.

Grafiek 2: Evolutie van de wisselkoers US \$ per yuan



Tijdens en vooral vlak na de diepe economische terugval van de Westerse landen werd aan China gevraagd zijn munt te laten appreciëren ten opzichte van de dollar en de euro met als motivatie dat China hiermee de wereldeconomie op die manier terug op gang kon trekken en op termijn hiermee zijn afzetmarkten kon beveiligen. De resulterende opwaartse beweging van de yuan ging echter gepaard met een groter dan verwacht verlies aan concurrentievermogen. Het handelsconflict met de VS leverde de Chinese overheid het ideale excuus om de gewenste correctie door te voeren.

Dit levert op langere termijn ongetwijfeld een positieve impact voor China maar de *Trumpiaanse* handelssancties zullen toch scherp bijten in de onmiddellijke fase. Of de gemiddelde Chinees hiervan wakker ligt? Geenszins. Hij is al ontelbare generaties geïndoctrineerd met een simpel spreekwoord: op het eind wint China, ook al duurt het duizend jaar ...

De dreigende escalatie van het handelsconflict weegt vooral zwaar door op de financiële markten van de groeielanden. Wij houden ons al zeer geruime tijd manifest afwezig van deze beurzen behoudens onze doelbewuste keuzes voor consumptiegerichte waarden in China (want die worden gestimuleerd door het overheidsbeleid) en India. Laatstgenoemde is deels immuun voor de internationale ontwikkelingen en heeft voldoende binnenlandse dynamiek om indrukwekkende groeicijfers (8 % op jaarbasis) te afficheren.

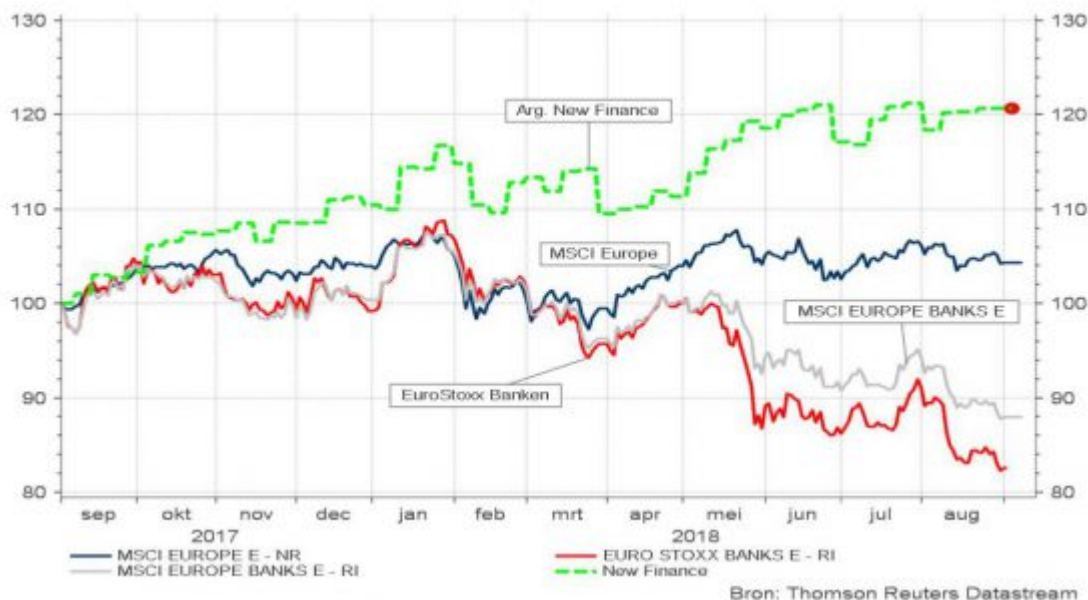
Dit uit zich ook in de (veel) betere beursprestaties in vergelijking met de overige groeielanden. Toch ondervindt ook India wat terugslag, voornamelijk in zijn muntkoers, die een terugval kende van (ongeveer) 4 % in het zog van het Turkse debacle.

Grafiek 3: Evolutie van aandelenbeurzen in India, de eurozone en groeielanden



De aandelenmarkten in de eurozone laten eerder zwakke prestaties optekenen in vergelijking met de VS (en India). Het grote gewicht van de slecht presterende aandelen uit de financiële sector (ongeveer 19%) weegt relatief zwaar door op de totale beursindex. We gaan ervan uit dat dit voor de toekomst een regelmatig terugkerend fenomeen betreft. Enerzijds wegen de Italiaanse banken met zwakke kredietratio's en ondermaatse rendabiliteit loodzwaar op de Europese markten maar anderzijds drukken de nieuw opgelegde, veel hogere kapitaalvereisten de rendabiliteit van de meeste Europese banken. De overhaaste en ondoordachte redding van diverse Europese grootbanken tijdens de grote crisis van 2008/2009 heeft - zeer voorspelbaar - enkel tot een bestendiging van hun onrendabele beleid gevoerd. Vandaar dat we investeringen in de Europese banksector grotendeels vermijden. Ter illustratie: Zelfs in ons bancaire aandelenfonds beleggen we niet in banken maar wel in veiligheidsbedrijven, betaalsystemen en aanvullende digitale dienstverleners. Deze waarden stijgen wel mee.

Grafiek 4: Evolutie beursindex eurozone, in vergelijking met Europese bancaire indices (-1 jaar)



De huidige groeivoet van de overige Europese bedrijfsresultaten is weliswaar erg bemoedigend maar toch beduidend lager dan in de VS. Dit wordt gedeeltelijk verklaard door de recent ingevoerde Amerikaanse belastingverlagingen^[iii] (hoewel dit in sommige Europese landen ook in bepaalde mate het geval is geweest).

In vaktijdschriften lezen we steeds meer de vernederende (maar niet ongegronde) commentaren over het toenemend irrelevant karakter van Europese bedrijven in een aandelenportefeuille. Die kunnen Inderdaad weinig antwoord bieden op het recente beursgeweld van Amazon, Apple en Microsoft.

Maar overweeg hierbij ook dit: over het laatste jaar waren deze 3 aandelen (van de 500 bedrijven van de S&P Composite) samen goed voor 30 % van de totale beurswinst van deze index over de laatste 12 maanden. Met slechts 12 van de bedrijven opgenomen onder S&P (of 2,4 % van het totaal) kon 50 % van de totale winst worden gecapteerd^[iv]. Ronduit hallucinant ...

Vandaar dat deze commentaar over de irrelevantie van veel beursgenoteerde bedrijven evenzeer kan opgaan voor een gemiddelde Amerikaans waarde. Dit is overigens geen recent fenomeen. Gebaseerd op de oorspronkelijke samenstelling van S&P Composite in augustus 2008 stonden 4^[v] van 500 bedrijven (dat is slechts 0,8 %) in voor 25 % van de meerwaardecreatie over de laatste 10 jaar.

Met 20 bedrijven (of 4 % van het totaal aantal bedrijven) kon men 50 % van de totale vooruitgang capteren. Dit bevestigt eens te meer de resultaten over de (veel) langere periode van 1926 tot 2016 waaruit blijkt dat 4 % van alle beursgenoteerde waarden over deze periode instonden voor 100 % van de welvaartscreatie ...

Met de interpretatie van deze opvallende resultaten mag men echter niet lichtzinnig omspringen. Zonder oordeelkundige of zorgvuldige of voldoende spreiding is de kans zeer groot dat je deze succesrijke kleine groep van aandelen mist en daardoor decennialang een portefeuille van quasi nutteloze bedrijven meesleept.

Tegelijk creëert dit ook de nodige ruimte voor het actief beheer van een beleggingsportefeuille, eens voldoende diversificatie is aangebracht. Met een deel van de portefeuille kan men dan op zoek gaan naar de toekomstige Amazon, Apple of Netflix en (eens gevonden) superieure performance realiseren.

We keren nog even terug naar de kernvraag, met name deze die zich stelt over het al dan niet realistische karakter van de huidige beurswaardering. Omwille van de vernietigende impact op de reële economie die uitgaat van abrupte neerwaartse

bewegingen die zich voordoen op de financiële markten, wordt van centrale banken ook verwacht dat ze eventuele financiële zeepbellen voorkomen of alleszins tijdig weten op te sporen. Een zeepbel ontstaat wanneer de prijsevolutie niet meer in lijn kan worden gebracht met fundamentele economische factoren zoals bedrijfsresultaten, economische groei en rentetarieven.

Absolute zekerheid over de vraag of een substantiële stijging van aandelen, obligaties of vastgoed verantwoord is of niet, krijg je natuurlijk alleen maar ex post wanneer zo'n zeepbel effectief in mekaar klapt. Slechts een beperkt aantal financiële crisissen uit het verleden waren overigens het gevolg van de implosie van een zeepbel. De beruchte *South Sea bubble* (waar Sir Isaac Newton een fortuin in verloor [\[vii\]](#)) was er zeker één. Ook de *bubble* van sommige internetbedrijven in 2000. Maar de legendarische tulpenmania of de vastgoedcrisis in 2007 waren dat strikt genomen niet. Hier speelden externe, onvoorziene factoren. De grote depressie van de jaren dertig had dan weer helemaal niets te maken met de voorafgaande beurskrach van 1929.

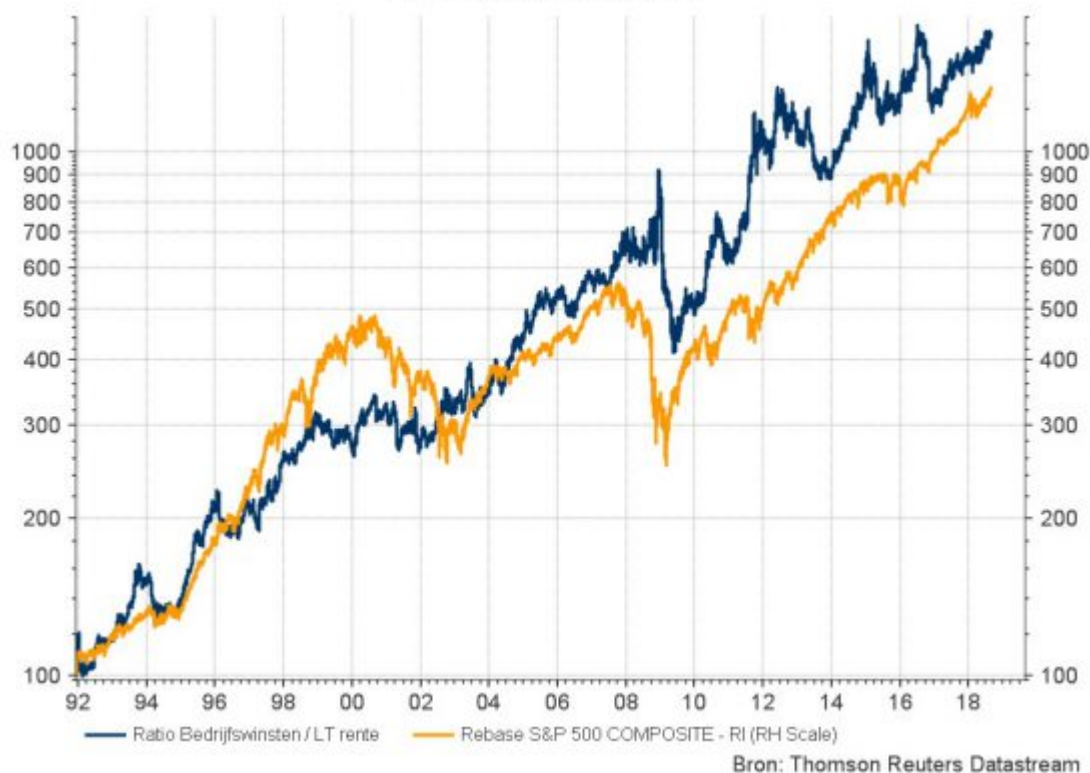
De neiging om het koerspeil telkens opnieuw in vraag te stellen is, benevens zeer gezond, ook van alle tijden. Eén van de meest gekende aanvallen op de rationele onderbouw van het koersniveau kwam van (de latere Nobelprijswinnaar) Robert Shiller, geflankeerd door de imminente Harvard-professor John Campbell in 1996. Zij vergeleken het toenmalige koersniveau met de ontwikkelingen in 1929 en kwamen met de alarmerende boodschap van groteske overwaardering. Ze werden prompt op de koffie gevraagd bij Fed-Voorzitter Alan Greenspan die zijn teams onmiddellijk liet onderzoeken of er inderdaad sprake was van "*irrational exuberance*", zoals Shiller & Campbell beweerden.

De onderzoeken stelden vervolgens een eenvoudig waarderingsmodel (wat overigens steevast wordt ontkend, zoals destijds de aanwezigheid van atoombommen in Kleine Brogel). Dit model vergeleek de verhouding tussen de bedrijfsresultaten en de langetermijnrente met de evolutie van de S&P-index. Deze benadering leidde echter niet tot de conclusie van enige overwaardering. Nadien steeg de Amerikaanse beurs nog met 60 % om dan in 2001 met 20 % te dalen. Dit was echter genoeg om voormelde auteurs op dat moment te laten uitroepen dat ze wel degelijk gelijk hadden...

Wanneer we het Fed-model toepassen op de huidige waardering komen we tot de verbazende conclusie dat het huidige beursniveau niet eens het volledige opwaartse potentieel heeft benut en tevens dat de economische realiteit zich redelijk correct reflecteert in koerswaarderingen.

Grafiek 5: (Vermoedelijke) Fed model voor de waardering van aandelenbeurzen

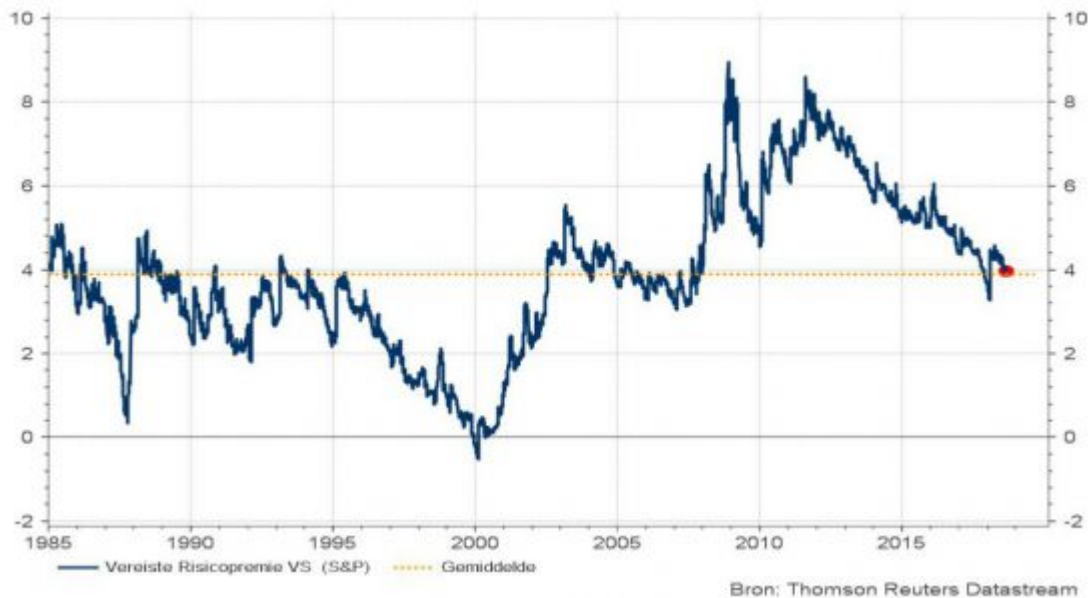
irrational Exuberance?



Please handle with care. Dit in zoverre dat de langetermijnrente geen abrupte opwaartse beweging maakt en de bedrijfsresultaten gemiddeld gezien de (hooggespannen) verwachtingen kunnen realiseren. In beide gevallen is het antwoord momenteel relatief positief. Tenzij er zich een onverwachte kentering zou voordoen, want het kan natuurlijk altijd verkeren. Maar dat wist u natuurlijk zelf ook wel.

De afwijkingen tussen de ratio waarbij de bedrijfswinsten worden gedeeld door de langetermijnrente en het effectieve koersverloop van de beursindex, reflecteert overigens wijzingen in de (verwachte) risicopremie. Hoe groter de afwijking in positieve zin, hoe hoger de risicopremie.

Grafiek 6: Verwachte Risicopremie in de VS



Wanneer we ons concentreren op dit maatgetal, kan hieruit overigens een vrij analoog beeld worden afgeleid. De risicopremie neigt naar 0 in 1987 en in 2001, wat telkens duidde op grove overwaarderingen op de beurzen. Dit was overigens niet zo in 2008. Dit houdt een duidelijke indicatie dat het debacle dat de beurzen deed kelderen, een andere oorzaak had.

Daarover volgende week meer, naar aanleiding van 10 jaar faling van de zakenbank Lehman Brothers die (en we menen het écht) waarlijk een geschenk uit de hemel was voor de Europese grootbanken ...

[i] De *mad man* doctrine is een politieke strategie waarbij de tegenpartij in de overtuiging wordt gebracht dat de president bereid is om tot het extreme te gaan, om zijn gelijk te halen, zelfs indien dit tot verre gaande (zelf)destructie aanleiding geeft. Richard Nixon gebruikte deze tactiek tijdens de vredesonderhandelingen met Noord-Vietnam.

[ii] Wie zich aan een zogenaamde *blue wave* verwacht met een klinkende overwinning van de Democraten als reactie op de nog steeds niet verteerde nederlaag bij de laatste presidentsverkiezingen, moet daarenboven rekening houden met het feit dat de Democraten met een marge van 11 % deze tussentijdse verkiezingen zouden moeten winnen om de meerderheid in de kamers te behalen. Dat is zeker niet evident want dit is vijf maal de marge in stemmen die Hillary Clinton had op haar opponent. Door de samenstelling van kiescolleges en kiesdistricten volstond dit destijds alleszins niet op de opvolger van Obama te worden.

[iii] Daarenboven is overigens ook sprake van een forse verlaging van de Amerikaanse meerwaardebelasting - indien deze maatregel het in beide kamers haalt, zou dit een enorme boost op de Amerikaanse beurzen veroorzaken. Maar zover zijn we nog niet want dit zou vanzelfsprekend de gapende welvaarts kloof tussen de *have* en de *have nots* nog uitdiepen en de electorale spanningen op de spits drijven.

[iv] Amazon, Microsoft, Apple, Alphabet, Netflix, Mastercard, Visa, Nvidia, Unitedhealth, JP Morgan Chase, Cisco en Intel



Supercalifragilisticexpialidocious!

[v] Amazon, Apple, Microsoft en Alphabet

[vi] Het ontlokte aan deze onvolprezen wetenschapper de uitspraak dat hij perfect de koersen van hemellichamen kon voorspellen (een hele klus in die tijd) maar niet de koersen op financiële markten. Inderdaad, dat laatste is ook oneindig veel complexer...

Gelukkig leerden we ook van Newton om te rekenen met differentialen, hetgeen van bijzonder belang is voor de waardering van diverse financiële activa.