

Het is nog niet zo gek lang geleden dat we geconfronteerd werden met een doortastend nieuw inzicht in Finance. Dat is het vakgebied dat inzichten in de werking van financiële markten systematisch aftoetst en tracht om te zetten in een samenhangende investeringsstrategie.

Uit een bijzonder grondige analyse van de individuele beleggingsresultaten van de 26.000 aandelen die genoteerd waren op de Amerikaanse beurzen tussen 1926 en 2016 bleek verrassend dat de legendarische verveelvoudiging van de welvaart die we te danken hebben aan de vooruitgang van de aandelenkoersen, voor de helft toegeschreven moet worden aan slechts een handvol bedrijven. De totale vermogenstoename werd gerealiseerd door 4 % (!) van de genoteerde ondernemingen. De rest liep er maar bij voor het spreekwoordelijke spek en de daarbij horende bonen.

Ontluisterend, zegt u? Toch niet, deze vaststelling bewees eens te meer de moeilijkheidsgraad van financiële markten en illustreert vooral de noodzaak tot (zeer) brede diversificatie. Dit laatste niet zozeer omwille van de afdekking van het neerwaartse koerspotentieel op korte termijn, maar vooral om de opwaartse rit op lange termijn niet te missen.

Dit risico wordt verregaand gereduceerd door een brede spreiding want hierdoor stijgt immers de kans om voldoende bedrijven uit de winnende groep van 4 % in de selectie opgenomen te hebben. De kostprijs van deze strategie is dat een belegger permanent 96 % losers meesleept maar op voorhand de portefeuille beperken tot de 4 % uiteindelijke winnaars is onmogelijk.

Ook over het afgelopen decennium bleken slechts een paar aandelen uit de roemruchte Standard & Poors 500 index verantwoordelijk voor het grootste gedeelte van de vooruitgang van 300 %. Sedert 2014 was vooral het beruchte kwintet, afgekort als FAANG, de drijvende motor achter de progressie van de Amerikaanse aandelenkoersen.

Over een periode die liep van september 2014 tot september 2018 steeg de waarde van een gelijk gewogen investering in Facebook, Apple, Amazon, Netflix en Google met 265 %, terwijl de NASDAQ en S&P-index 'slechts' met respectievelijk 75 % en 45 % toenam.

De NYSE [\[1\]](#) creëerde zelfs een specifieke index (NYSE FANG index +) om deze waarden op een efficiënte wijze te kunnen volgen, waarbij het genoemde vijftal destijds werd aangevuld met toen zeer trendy aandelen als Twitter, Nvidia, Baidu, Alibaba en Tesla. Over dezelfde periode steeg deze index slechts met 183 %, vooral omdat toegevoegde aandelen zoals Twitter en Tesla al eerder aan hun neerwaartse correctie begonnen waren.

Grafiek 1: Ontwikkeling van de FAANG, NYSE Fang index +, NASDAQ en S&P Composite index



Sedert het hoogtepunt van de FAANG-aandelen op 27 september, kregen we een omgekeerd beeld voorgeschoteld met een correctie van 22 % op het roemruchte klavertje vijf. De NYSE FANG index+ dook 17% in het rood, terwijl de NASDAQ en S&P-index er 'maar' 14 % en 9 % op achteruitgingen.

Wijst dit op een wijziging in het beursparadigma, een fundamentele wijziging in de samenstelling van het pakket aandelen dat de toekomstige winnaars moet bevatten? Dit duidt gelijktijdig ook op een drastische wijziging in de verwachte economische ontwikkeling, met wereldwijde lagere groeivoeten waardoor vanzelfsprekend die aandelen neerwaarts worden bijgesteld die het meest van al baat hebben met een sterke economische vooruitgang. U raadt al wie helemaal vooraan op dat lijstje terug te vinden is ...

De sombere vooruitzichten die zich de laatste weken over de wereldmarkten uitrollen, zijn vooral toe te schrijven aan het aanhoudende handelsconflict in de VS, de neerwaartse bijstellingen van de verwachte verkoopvolumes in het vierde kwartaal van dit bizarre jaar, de zwakke conjunctuurindicatoren in China, de onzekerheid over de uiteindelijke brexit-regeling en de patstelling met de EU over de ingediende Italiaanse begroting die de afgesproken regels ostentatief overtreedt.

De komende G20-ontmoeting zal wellicht een mijlpaal vormen in de bilaterale besprekingen tussen de twee economische supermachten. Op het eerste zicht lijken de gesprekken muurvast te zitten, maar onderhuids waren er al de eerste voorstellen voor structurele hervormingen van de Chinese economie.

Maar de recente suggesties voor het openstellen van de Chinese binnenlandse markt worden als verregaand onvoldoende beschouwd. Het opzichtige spierballengerol van de Amerikaanse president kan echter op veel bijval rekenen in zijn thuisbasis, zodat zijn administratie een staalhard standpunt zal blijven verdedigen. De Chinese economie kreunt momenteel echter onder het vooruitzicht van een escalatie van het handelsconflict, waarbij de maatregelen om tegelijk de kostprijs van kredieten te verminderen en hun volume te verhogen tot nu toe geen ommekeer kunnen bewerkstelligen.

Integendeel, het enige tastbare effect wijst een verdere daling van de yuan-wisselkoers. Hierdoor worden de opgelegde Amerikaanse sancties tot nu toe grotendeels geneutraliseerd en stijgt het handelsoverschot van China met de VS nog verder, tot grote ergernis van de Amerikaanse onderhandelaars. Gevreesd wordt dan ook dat de Chinese wisselkoers verdere scherpe dalingen zal ondergaan indien er geen vooruitgang in de onderhandelingen merkbaar zal zijn in de komende weken.

Dit knaagt vanzelfsprekend aan het lokale beurs sentiment. Premier Xi heeft nochtans de deur wagenwijd opengezet voor een constructieve oplossing met de nodige hervormingen. Of men dat aan de andere zijde ook zo begrepen heeft, valt intussen niet uit de commentaren van *Trump of Pence* af te leiden.

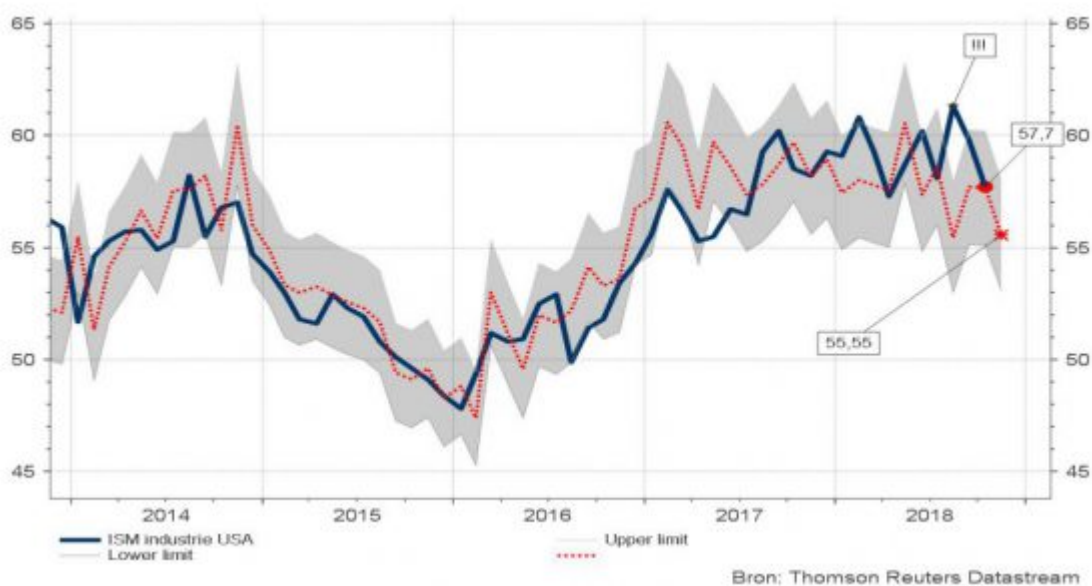
Een goede raad van iemand die in China heeft rond gezworven: zorg er gewoon voor dat Xi zijn gezicht kan redden tegenover de binnenlandse waarnemers. (Bijna) niets is belangrijker in hun cultuur. Vandaar ook zijn (misverstane) oproep om tot evenwichtige maatregelen te komen die beide partijen goed uitkomen. We willen de mogelijkheid van een constructieve oplossing voor dit handelsconflict zeker niet uitsluiten.

De sombere *guidance* over de verwachte omzetcijfers in de komende weken zette een enorme domper op de beleggersvreugde nadat de meeste bedrijven nochtans schitterende resultaten wisten voor te leggen. *Apple*, *Amazon* en *Abiomed* (om maar bij de beginletter van het alfabet te blijven) wisten de verwachtingen in ruime mate te overtreffen maar werden toch ongenadig afgestraft voor de voorzichtige commentaren van hun bedrijfsleider over de verwachte volumes in de zopas opgestarte koopjesperiode.

Deze houding werd ook meebepaald door de verwachte conjuncturele afkoeling die het gevolg zou kunnen zijn van de opeenvolgende verhogingen van de beleidsrente waar de voorzitter van de Amerikaanse bank met overdadig scherp taalgebruik naar verwees. De Amerikaanse president reageerde hierop met al even ongekuiste volzinnen door erop te wijzen dat het vooruitzicht van een renteverhoging in december 2018, gevolgd door nog drie opwaartse stappen van 25 basispunten in 2019, op zijn minst gezegd als voorbarig moest worden beschouwd.

We kunnen dit standpunt alleen maar bijtreden. Een verhoging met een kwart procent in december blijft zeer realistisch (maar toch knaagt ook hier reeds wat twijfel). De volgende opsprong zou zich pas juni 2019 manifesteren, terwijl de kans op een verhoging in december 2019 intussen nog slechts 33 % bedraagt. Ons model dat de verwachte ontwikkeling van de ISM-indicator [\[ii\]](#) in kaart probeert te brengen, geeft opnieuw een neerwaartse knik te kennen. De economie blijft hierdoor rustig verder groeien maar zonder enig teken van oververhitting te vertonen.

Grafiek 2: Verwachte evolutie van de ISM-indicator voor de Amerikaanse economie. (Onze prognose is de rode stippellijn)



De gespierde commentaren van de Fed-voorzitter bleken dus voorbarig. Hoewel, de loonmassa ontwikkelde zich in oktober tegen een zeer hoog groeicijfer. Met een stijging van 3,14 % jaar-op-jaar stegen de salarissen te snel in de voorbije maanden. Bij een herhaling van dit cijfer (dat wordt gepubliceerd op de eerste vrijdag van december) zullen de financiële markten opnieuw geconfronteerd worden met het spookbeeld van ontsporende inflatie.

De verwachte inflatie die we uit de TIPS- *inflation linked bonds* afleiden, lijkt echter geen enkele ontsporing te vrezen.

Grafiek 3: Verwachte inflatie VS



De Italiaanse opstand tegen de Brusselse EU-ambtenaren woedt intussen verder maar het wapengekletter beperkt zich tot de zelfverkleerde heldenmoed van politici in Europa's laars en ingehouden doorhalingen van de meest storende passages in het budgetvoorstel door de Europese waakhond.

De eerste groep heeft vooral de nakende Europese verkiezingen voor ogen. De tweede groep probeert behoedzaam geit en kool te sparen en een oplossing uit te werken die de huiselijke vrede kan herstellen, zonder een nieuwe eurozonecrisis uit te lokken en zonder zich bloot te stellen aan evidente Duitse kritiek over een te laks beleid. Dit probleem lijkt zeker niet onoplosbaar vermits de Italiaanse premier en zijn acolieten nu reeds hebben aangegeven waar voor hen de grens ligt, met name daar waar aan de geplande pensioenhervormingen dreigt te worden geknaagd.

Grafiek 4: Renteververschil van Italië, Spanje en Portugal met Duitsland (10 jaar Overheidsobligaties)



Intussen heeft de Italiaanse *retail* belegger al met een opgestoken middenvinger gezwaaid naar de regering die probeerde met een (naar Belgisch voorbeeld geïnspireerde) volkslening aan te tonen dat ze onafhankelijk waren van de internationale markten. Het opgehaalde volume bleek onbeduidend.

Toch durven we enige sympathie te uiten voor het Italiaanse standpunt. Het risico van defenestratie nemen we erbij. De moedige politiek van de ECB die met verregaande monetaire stimulansen de Europese economie tracht te stimuleren, wordt systematisch afgeblokt door een bancaire regelgever die (letterlijk) kost wat kost het financiële risico tracht terug te dringen met maatregelen waarvan het risico-verminderde karakter nooit bewezen is maar de negatieve impact op de kredietverstrekking aan KMO's overduidelijk is.

Geen enkele politicus zal het echter aandurven om de opgelegde maatregelen in de banksector te bekritisieren, gelet op het debacle van 2008. Deze crisis was echter precies het gevolg van ondoordachte reglementering, die nu niet meer alleen een vreselijke kostprijs oplegde aan de Westerse economieën in 2009 maar zich nu vertaalt in systematische, ondermaatse economische groei.

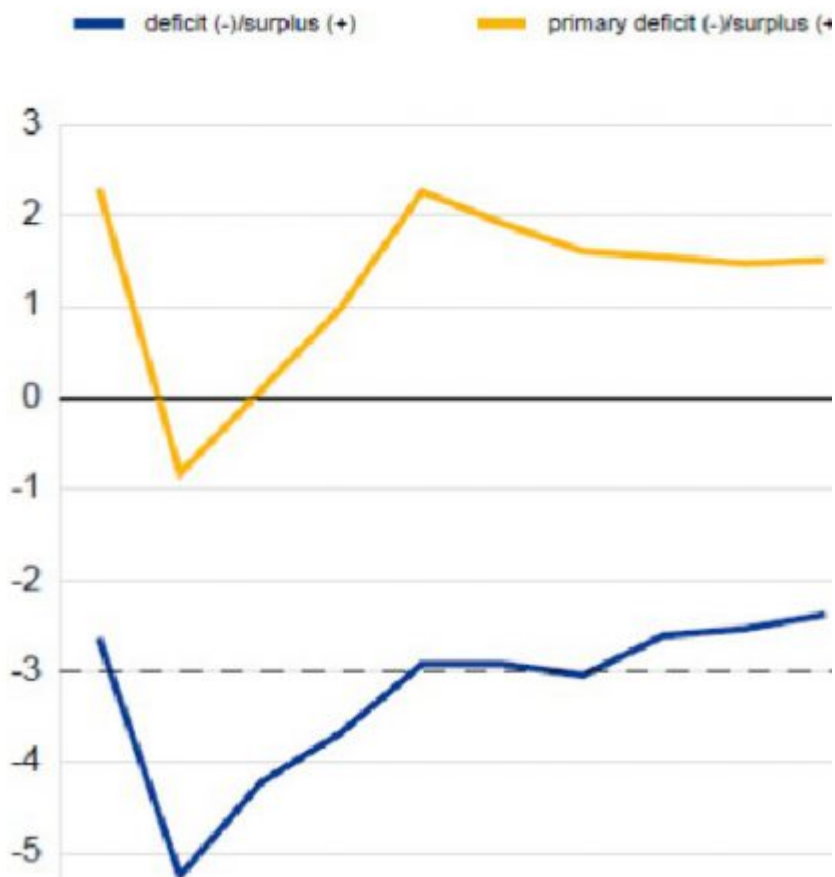
Maar de zwaarste tol laat zich gevoelen door het systematisch achterblijven van overheidsinvesteringen in de eurozone en dit precies in de regio's die daar het meeste baat bij hebben. Vandaar de Italiaanse oproep om de Europese politiek op dit vlak te verschuiven van monetaire stimulansen (met beperkt resultaat) naar budgettaire maatregelen die een rechtstreekse adrenaline stoot kunnen geven aan de werkgelegenheid en de consumptieve bestedingen.

Op papier, direct akkoord. Maar het was precies deze politiek die Italië nu heeft opgezadeld met 131 % staatsschuld ten opzichte van het BBP en het land verplicht tot verregaande besparingen. Maar het lijkt er evenmin op dat met deze besparingspolitiek enig tastbaar resultaat wordt geboekt, zelfs niet op lange termijn.

Italië boekt immers al (minstens) tien jaar een primair overschot op zijn begroting. Dit betekent dat indien de totale Italiaanse begroting wordt gecorrigeerd voor de rentebetalingen op hun torenhoge staatsschuld, de opgelegde belastingen de bestedingen overtreffen met als enig resultaat dat de verhouding van de staatsschuld ten opzichte van het BBP stabiliseert.

Grafiek 5: Primair overschot Italiaanse begroting

## C1 Deficit/surplus and primary deficit/surplus (as a percentage of GDP)



Het onvolwassen gedoe op de financiële markten heeft de verwachte volatiliteit wat verhoogd. Deze parameter beïnvloedt onze asset-allocation in die zin dat de aandelenexposure slechts licht overwogen blijft, ondanks de recente dalingen die duiden op toekomstige opportuniteit. De verwachte volatiliteit kan echter snel dalen wanneer de geopolitieke situatie wat opklaart, zodat we met flink wat cash klaar staan om tijdig in te grijpen.

De eerste week van december zal veel klaarheid brengen. Het scenario over het *endgame* van de brexit zal dan duidelijk zijn. De EU zal tegen dan de kans hebben gehad om het Italiaanse budgetvoorstel bij te sturen in de richting van de Europese norm. Xi en Trump kunnen tegen dan een overeenkomst hebben bereikt die een verdere escalatie van het conflict kan vermijden. De Amerikaanse centrale bank kan haar toon wellicht wat milderden, indien de conjunctuurindicatoren inderdaad wat afzwakken en de loonmassa tegen een aanvaardbaar tempo toeneemt. Het consumentenvertrouwen dat zich in de VS op een 18-jarig hoogtepunt bevindt, kan er intussen voor zorgen dat de voorzichtige commentaren over de omzetvolumes tijdens de koopjesperiodes, onnodig pessimistisch zijn geweest.



U hebt het gemerkt. Wij zijn ons wenslijstje aan het opstellen voor het nakende feest van Sint en zijn gewaardeerde assistent Piet dat zich ook in die periode situeert.

[\[i\]](#) New York Stock Exchange

[\[ii\]](#) ISM : institute for supply managers