



Koen De Leus
Philippe Gijssels

De NIEUWE
WERELD
ECONOMIE

Investeren in tijden van
SUPERINFLATIE,
HYPERINNOVATIE
en KLIMAATTRANSITIE

Lannoo

Voor Miriam & Kathleen

*'Without whom life would be
like a broken pencil:
pointless.'*

INHOUD

Waarom we op een kantelpunt staan	7
Inleiding	15

ONE TREND TO RULE THEM ALL 49

1

INNOVATIE & PRODUCTIVITEIT

De productiviteitsboost	68
Kenmerken van de digitale revolutie	81
Nieuwe technologieën & productiviteitsversnelling	105
De impact van COVID-19	117
De energietransitie	125

2

KLIMAAT

Oorlog en energie	142
Klimaatrisico's ondermijnen groei	157
Economische ramp of opportuniteit?	162
Winnaars en verliezers	174
Inflatie, rente en schulden	182

3

MULTIGLOBALISERING

Waar globalisering goed voor is	202
Van globalisering naar deglobalisering	209
Globalisering op haar piek	215
Globalisering is kwetsbaar	221
De ontkoppeling	248
Multiglobalisering	266
De prijs van deglobalisering	273

4

SCHULDEN

De hoge schuldenberg van de ontwikkelde landen	290
De schuldenberg van de groeilanden	302
Lessen uit het verleden	314
Naar een oplossing voor onze schulden	324

5

VERGRIJZING

Demografische transitie	348
Impact op groei en productiviteit	367
Impact op rente en inflatie	387
Impact op aandelen- en vastgoedmarkt	393

 Epiloog 417

 Afkortingen en verklaringen 422

 Eindnoten 424

WAAROM WE *op een* KANTELPUNT STAAN

We staan aan de vooravond van een andere wereld. Vijf bepalende golven zullen de wereldeconomie overspoelen. De klimaattransitie is een nieuwe trend. Met multiglobalisering en een door innovatie gestuwde productiviteitsboost hebben we te maken met kerende trends. De laatste twee golven, vergrijzing en oplopende schulden, zijn bestaande trends die de komende decennia in overdrive zullen gaan.

Om je te helpen surfen op deze golven, en niet kopje-onder te gaan, bundelen wij twee verschillende expertises in dit boek: een diepgravende economische analyse van de nieuwe wereld en een vertaling ervan voor de belegger. Wie zijn wij? Koen De Leus, hoofdeconoom van BNP Paribas Fortis, zorgt voor de macro-analyse, die met innovatie en productie begint vanaf hoofdstuk 3. Wat je met die macrokennis als belegger kunt aanvangen, wordt op luchtige wijze geserveerd door Philippe Gijssels, hoofdstrateeg bij dezelfde bank. En we wagen ons af en toe aan wat sciencefiction door voorspellingen te doen over hoe 2050 eruit zal zien. De ideeën in dit boek moeten weliswaar op geen enkele manier gezien worden als beleggingsadvies. We reiken je enkel een paar ideeën aan. Maak dus zeker je eigen huiswerk of vraag een professional om advies voordat je naar de markten trekt.

Hét inzicht van dit boek verklappen we je nu al: we laten veertig jaar van steeds lagere rentevoeten en inflatie achter ons. De tabel op pagina 414–415 toont de impact van deze vijf golven – zoals wij ze zien evolueren – op de economische groei, de inflatie en de rente. Plussen en minnen heffen elkaar grotendeels op voor groei, maar inzake inflatie en nominale rente helt de balans over naar een hoger niveau. Er wacht ons een wereld met hogere inflatie en rentes.

Zo'n fundamenteel nieuw regime zal een gigantische impact op elke beleggingsstrategie hebben. Rente is in onze wereld als zwaartekracht. Als ze laag is of negatief, krijgen alle activaklassen – ook deze van het zware type zoals goud – vleugels. Als de rente fors de hoogte in gaat, wordt zowat alles naar beneden gezogen. De megatrends die we in dit boek behandelen, kunnen dan ook niet los gezien worden van de renteontwikkeling. Op ieder moment dienen we ons af te vragen of de geldkraan open dan wel dicht is gedraaid.

Je kunt denken: en wat met China, of de toenemende ongelijkheid en het daaraan gekoppelde populisme? Dat zijn terechte vragen. Ten eerste wilden we vermijden dat het boek helemaal uit zijn voegen zou barsten. Bovendien zul je merken dat zowel de rol van China als de toenemende ongelijkheid uitgebreid aan bod komt in de verschillende hoofdstukken, als transversale thema's. Lezers die op zoek zijn naar inzichten over deze thema's blijven zeker niet op hun honger zitten.

Productiviteit en innovatie is de eerste golf die we behandelen. Een toename van de productiviteit is de enige bron van toekomstige groei voor de vergrijzende westerse economieën. Het is dan ook zorgwekkend dat die bron de voorbije decennia almaar droger kwam te staan. Na de computerrevolutie brak een decennium geleden de digitale revolutie aan. Die heeft tot heden nog geen grote groeiversnelling met zich meegebracht. Consumenten genieten weliswaar van meer welzijn, meer tools en apps die hen het leven gemakkelijk en vooral aangenamer maken. Maar een concrete impact op onze welvaart, op het bruto binnenlands product (bbp), heeft dit niet gehad.

Artificiële intelligentie (AI) voedt de hoop op een productiviteitsversnelling... op termijn. De algemene verspreiding van nieuwe technologie vraagt tijd. AI vinden wij het bemoedigend dat zo snel een complexe digitale technologie opengesteld wordt voor het brede publiek.

Vanuit een beleggingsperspectief kun je AI een even grote impact toedichten als het stelen van het vuur van de goden, de uitvinding van het wiel, de landbouw of meer recent de industriële revolutie. Dat betekent dat er gigantische winnaars maar ook gigantische verliezers zullen zijn. Met het gevaar dat de winnaars met het leeuwenandeel van de koek zullen gaan lopen.

ChatGPT is slechts een van de vele exponentieel snel evoluerende technologieën die op ons afkomen. Andere vinden we terug in 3D-printen, (groene) energie en biologie. Het unieke van deze technologieën is dat als de prijs ervan daalt, ze

overal opduiken. En hoe meer wijdverspreid, hoe sneller de productiviteitsgroei. Dat is bemoedigend, al staat een hoge productiviteitsgroei niet in de sterren geschreven. Grote gevaren zijn de hoge energieprijzen sinds de Russische inval in Oekraïne en de deglobalisatie.

Globalisatie bevorderde de verspreiding van ideeën en kapitaalinvesteringen. Maar de periode van hyperglobalisatie ligt al een tijdje achter ons. Het uitbesteden van het fabricageproces aan zogenaamde lageloonlanden heeft zijn limiet bereikt. Bedrijven willen de complexiteit van de wereldwijde aanvoerketen reduceren, zeker sinds de coronapandemie en de oorlog in Oekraïne de kwetsbaarheden ervan blootlegden. De vertraging van de globale goederenhandel over het voorbije decennium vertaalt zich de voorbije jaren in reshoring, het dichterbij brengen van de aanvoerketens.

De handelsoorlog tussen de VS en China komt hier bovenop. De VS voelen zich bedreigd in hun hegemonie. Bij technologievraagstukken trekken de VS de grens en werken ze China zoveel mogelijk tegen. Doel: de opkomst van China in de kiem smoren alvorens dat land technologisch met de VS kan wedijveren. De VS sleuren andere landen mee in hun strijd. Los daarvan neemt ook in Europa de wrevel toe over de oneerlijke Chinese handelspraktijken. De symbiose van de voorbije decennia – westerse technologie in ruil voor een enorme Chinese afzetmarkt – komt in gevaar, nu China ook met zijn eigen producten de Europese markt betreedt. De massale invoer van Chinese elektrische wagens richting Europa leidt vroeg of laat tot ontslagen in de voor Europa zo belangrijke auto-industrie. Dat zal het moment zijn waarop de Europese machthebbers tegenmaatregelen zullen uitvaardigen.

Industriële politiek is dan ook helemaal terug. Het beschermen van de eigen industrie en het heropbouwen van een minder afhankelijke aanvoerketen zijn de doelstellingen van het moment. De afhankelijkheid van China moet worden afgebouwd. Dat belooft een enorme uitdaging te worden, zeker voor alles wat te maken heeft met klimaattechnologieën, gaande van de benodigde grondstoffen tot de afgewerkte windmolens en zonnepanelen.

Is de wereld daarom gedoemd tot deglobalisatie? Tegenwoordig stellen we vooral vast dat er een extra schakel tussen de VS en China wordt toegevoegd om het politieke risico te beperken. Diversificatie van de aanvoerketen kan ervoor zorgen dat andere leveranciers naast of in plaats van China gezocht worden. Zo gaan we eerder richting een verdieping van de globalisatie, met meer (groei)landen

die erbij betrokken worden. In de plaats van een vertraging van de goederenhandel zien we ook de dienstenhandel floreren, met dank aan de voortsnellende digitalisering. Denk bijvoorbeeld aan digitale administratieve diensten die uitbesteed worden aan landen met veel lagere arbeidskosten. Dat is geen deglobalisatie. Wij noemen dat multiglobalisatie. En dat hoeft zeker geen nefast effect te hebben op de globale groei, integendeel. De winnende partijen zullen hier vooral de groeilanden zijn, net als bij de eerdere periode van globalisatie. Met de ongemakkelijke vraag of na de fabrieksarbeiders nu ook de dienstenjobs in het westen bedreigd worden.

Vanuit een beleggingsperspectief is het duidelijk dat als de wereld in meerdere blokken uiteenvalt, we ons de vraag moeten stellen in welke van deze blokken we als beleggers aanwezig willen zijn. Het is momenteel niet moeilijk om een horrorverhaal over China te vertellen. Het land heeft grote problemen op economisch en demografisch vlak, om van de vastgoedsector nog maar te zwijgen. Maar kunnen we het ons als investeerders permitteren om *niet* aan de Chinese innovatietafel te zitten? Het klopt dat de groeilanden, met China als kampioen, het al sinds 2008 opmerkelijk minder goed doen dan hun volwassenere tegenhangers. Dat resulteert echter in een relatieve onderwaardering van Bijbelse proporties.

En wat met de hegemonie van de Amerikaanse dollar? Er wordt de laatste tijd veel gepraat over de afbrokkeling van diens status als wereldreservemunt. In een verre toekomst is dat misschien mogelijk. Maar op dit moment zegt ons reptielenbrein dat de greenback nog steeds king is. En als die van zijn troon valt, zal niet de yuan of de euro de vluchtmunt zijn, maar wel... goud. Wie goud zegt, zegt bijna automatisch bitcoin, en wie bitcoin zegt, zit al snel bij nft's (*non-fungible tokens*). Voortschrijdend inzicht en interacties met studenten van de jongere generatie hebben ertoe geleid dat wij onze mening hierover wat hebben aangescherpt.

Een andere bedreiging voor die belangrijke productiviteit zijn de hoge energieprijzen. Die zijn niet volledig de schuld van Ruslands oorlog in Oekraïne. De – noodzakelijk – snelle klimaattransitie resulteert in een mismatch tussen de trage uitrol van hernieuwbare energie en een te snelle afbouw van fossiele energie. In combinatie met geopolitieke spelletjes verhoogt dat de prijsvolatiliteit voor energie en grondstoffen. De volgende jaren beloven chaotisch te worden.

De *'silver lining'* van de Russisch-Oekraïense oorlogswolk, voor zover die er is, is dat ze de klimaattransitie zo'n tien jaar versneld heeft. We liepen gigantisch ver achter op een net zero emissiescenario voor 2050. Vandaag lopen we gewoon ver achter. De klimaattransitie is de enige van de vijf behandelde trends die we als 'nieuw' beschouwen. De uitdaging is dan ook kolossaal. Alle voorgaande energietransities – van hout naar kolen naar olie – werden gedreven door technologische en economische voordelen en duurden telkens honderd jaar of meer. De huidige wordt puur beleidsmatig aangestuurd. 'We willen de volledige energieonderbouw van een 100.000 miljard dollar globale economie wijzigen, en dat in iets meer dan een kwarteeuw', legt grondstoffenspecialist Daniel Yergin van S&P Global uit. Dat vergt gigantische investeringen... nu! Hoe langer we de investeringen uitstellen, hoe sneller ons koolstofbudget om de temperatuurstijging onder 1,5 °C te houden opgebruikt raakt. Door de oorlog werden de investeringen fors opgekrikt. Energie-onafhankelijkheid staat plots helemaal bovenaan de prioriteitenlijst, met hernieuwbare energie als redmiddel. Maar de meeste ramingen gaan uit van een nieuwe verdubbeling van de huidige investeringen van 2400 miljard dollar (2,5% van het bbp) om de klimaatdoelstellingen te halen. In de ontwikkelde landen is dat een kwestie van politieke wil. De groeilanden zijn afhankelijk van geld van die ontwikkelde landen en de privésector.

Naast groene investeringen moeten de emissies ook gewoon naar omlaag. De meest efficiënte manier om dat te doen is via het principe van 'de vervuiler betaalt'. Dat kan door een koolstofbelasting te introduceren of via een emissiehandelssysteem, zoals dat in Europa. De minimale koolstofbelasting om net zero te halen tegen 2050 kost een Belgisch gezin van vier jaarlijks 2200 euro. In Frankrijk, waar de uitstoot per hoofd lager ligt door het hoger aandeel van kernenergie, is dat 1200 euro. De Franse gelehesjesbeweging trok in 2018 de straat op uit protest tegen een verhoging van de accijnzen op brandstof met een jaarlijkse kostprijs van 20 euro voor de armste gezinnen en 160 euro voor de rijkste gezinnen. Zulke ontvlambaarheid over relatief bescheiden bedragen leert dat goede communicatie over het doel van een koolstofbelasting cruciaal wordt. Daarnaast kunnen we met een klimaatdividend voor de minst goedgezinnen iedereen aan boord houden.

De klimaatuitdaging is ook voor bedrijven een stevige uitdaging. Het is meegaan of onderuitgaan. Bedrijven die niet snel genoeg reageren, riskeren heel wat activa te moeten afschrijven. Maar er zijn ook opportuniteiten. De wereld evolueert van een consumptie- naar een meer investeringsgedreven economie. De

winnaars zijn de industrie, de bouwsector, dienstverleners en transportbedrijven. Mijnbouwers zonder de ‘groene mineralen’ zijn, samen met de olie- en gasproducenten, de grote verliezers.

Voor beleggers is de energietransitie mogelijk de grootste opportuniteit in de voorbije honderd jaar. Als de wereld evolueert van *big oil* naar *big shovel* – waar de grondstoffen voor de productie van elektriciteit met de spade moeten worden bovengehaald – zullen er gigantisch veel metalen nodig zijn. Door de jarenlange te lage investeringen kunnen de toekomstige vraag en aanbod op dit moment enkel in evenwicht gebracht worden tegen fors hogere prijzen. Sowieso kan de klimaattransitie beter begeleid worden door tovenaars die oplossingen zoeken, dan door (valse) profeten die alleen maar heil zien in het terug katapulteren van onze beschaving naar de periode van voor de industriële revolutie. Het zal een kwestie zijn van zo snel mogelijk zo energie-efficiënt mogelijk te worden.

De klimaattransitie heeft nog een ander gevolg: de stijgende schuldtrend zal zich voortzetten. Nooit was de schuldenberg hoger in vreedstijd. Maar het is nutteloos om enkel naar die hoge schulden te kijken. Uiteindelijk is het de draagbaarheid van de schulden die crisissen creëert. En die draagbaarheid is de voorbije veertig jaar almaar toegenomen dankzij de aanhoudend dalende rente.

De gemiddelde betaalde rente is sinds kort weer beginnen te klimmen, en daar zal niet snel verandering in komen. Vooral de nominale rente zal stijgen door de structureel hogere inflatie, maar ook de reële rente (gecorrigeerd voor inflatie) kan langzaam hoger kruipen. De enorme vraag naar geld voor de financiering van de transitie de komende jaren is een drijver van die hogere rente. De fikse renteopsporang na het door de Britse ex-premier Liz Truss aangekondigde expansieve begrotingsbeleid illustreert dat we een kantelpunt naderen. Obligatiehandelaars vertrouwden het zaakje niet: ze verkochten Brits overheidspapier en rentevoeten gingen prompt hoger. Het VK stond dicht bij een financiële crisis. Volgens Martin Barnes, de voormalige hoofdeconoom van het gereputeerde onderzoeksbureau Bank Credit Analyst, is er 75% kans dat de VS binnen vijf jaar met hun hoge schuld en gigantische begrotingstekort eenzelfde realitycheck als het VK zullen ondergaan. Een schoktherapie is nodig om de begrotingsdiscipline te herstellen.

De *'bond vigilantes'*, de bewakers van de schuldhoudbaarheid, ontwaken uit hun jarenlange winterslaap.

Kortom, het hele schuldenverhaal is bijzonder complex. Misschien kunnen we beter een spelletje monopolie spelen, met de schulden.

De laatste trend is de vergrijzing, die voor kopwind zorgt bij de economische groei. De toename van de arbeidsbevolking is samen met de productiviteitsgroei de bron van economische groei. Als die eerste motor sputtert, moeten de ontwikkelde landen rekenen op een versnelling van de productiviteit om te blijven groeien. De opkomende en ontwikkelingslanden genieten nog van het demografisch dividend van een stijgende beroepsbevolking. In de top zes van grootste economieën staan in 2050 vijf groeilanden. Als ze het niet verknoeien tenminste. Tegen 2100 stabiliseert de wereldbevolking en leeft acht op de tien mensen in Afrika en Azië. Ondernemers weten waar de groei te vinden is.

Wie spreekt over vergrijzing, heeft het over oplopende kosten voor pensioenen en gezondheidszorg. Hoe kwetsbaar zijn de westerse landen voor die oplopende kosten, rekening houdend met de huidige schuldsituatie en belastingdruk? Niet toevallig zijn de Angelsaksische landen het minst financieel kwetsbaar voor de vergrijzing. Hun beperkte overheidspensioenen, met als tegengewicht een groot aandeel van privaat gespaarde pensioenen, verklaart dit. Japan, het VK en de meeste Scandinavische landen vertonen een gemiddelde kwetsbaarheid. Hoge kwetsbaarheid vinden we terug bij Noord- en Zuid-Europese landen. Italië en België spannen de kroon. De remedie voor de stijgende pensioen- en gezondheidskosten kent iedereen: langer werken en meer mensen aan de slag.

De babyboomers waren, en blijven, het varken dat door de python beweegt. Ze bepalen welke producten en diensten meer of minder geconsumeerd worden. Babyboomers investeren naarmate ze ouder worden iets conservatiever. Maar de *'asset meltdown'*-theorie die een ineenstorting van de aandelenmarkten vooropstelt door ontsparende babyboomers zal zich niet realiseren. Waarom niet? Omdat babyboomers niet 'ontsparen'.

Gevoeliger voor die theorie is vastgoed. Het overlijden van de generatie babyboomers zal daar ongetwijfeld wél een effect op hebben. Hun huizen komen dan massaal op de vastgoedmarkt, die daardoor over een tiental jaar onder druk zal komen. Waar de demografische evolutie de voorbije decennia de huizenprijzen stuwde, dreigt de vergrijzing langzaam een rem te zetten op de vastgoedprijzen.

Als we met z'n allen evolueren naar een, hopelijk gezond, honderdjarig leven, wachten niet alleen gigantische beleggingsopportunities die een heel stuk verder gaan dan alleen maar gezondheidszorg, caravans en cruises. Het zal onze maatschappij ook onherkenbaar hertekenen. Kortom, de komende decennia bieden ons een pak uitdagingen, maar ook evenveel kansen. We hopen dat dit boek je zal helpen die kansen te benutten, mee te surfen op de golven, of tenminste niet opgeslokt te worden door de tsunami.

'It often seems that trends create events more than events create trends. The event itself is usually a reflection of everyone getting it as Ed (Seykota) calls it, an aha. By this time, the trend followers usually have well established positions.'

JASON RUSSELL

INLEIDING

'It all comes and goes in waves, it always does.'

DEAN LEWIS, WAVES

Een nieuw avontuur

Het is niet eenvoudig om de toekomst te voorspellen, laat staan die van onze economie en de beurs. En toch doen we graag een poging. Op papier. Ik, Philippe, bijt de spits af en vertel je in dit hoofdstuk wat meer over de insteek, de context en de onderbouw van dit boek.

'The beginning is a very delicate time.' Dit is de eerste zin uit de verfilming van het boek *Dune* van Frank Herbert. Ik heb het over de filmversie uit 1984 van David Lynch, niet de recentere die we allemaal kennen. Het is de oerversie uit mijn jeugd, waar Sting nog een bijrol in speelt. Ik was toen 14 jaar. Een aantal jaren later volgde een strategisch videospel, een beetje een verre voorloper van *Age of Empires*, waarbij strategische oorlogsbewegingen worden gekoppeld aan een economische realiteit. Je moest grondstoffen verzamelen om gebouwen en wapentuig te kunnen kopen. Rond deze tijd ontstond ook mijn interesse voor economische ontwikkelingen en boven alles ook de aandelenmarkt. Dat mijn vader altijd 'met de beurs' bezig was geweest en er thuis regelmatig over gesproken werd, gaf me zeker een duw in de rug. Boeken over geschiedenis lees ik al sinds ik kan lezen. Of misschien net na de strips: de Suskes en Wiskes, de Jommekes, de Rode Ridders en later ook de Storms en Thorgals. Daarna kwamen literatuur, fantasy, filosofie en zowat alles wat een kaft en bladen had.

En ja, ik heb het geluk gehad dat ik van mijn ‘werk’ mijn beroep heb kunnen maken, eerst bij de Generale Bank, daarna Fortis en nu BNP Paribas Fortis. Na een stage van een kleine twee jaar, waarbij ik zowat alle divisies doorkruiste, en een relatief korte commerciële periode in het Hageland, waar ik leerde wat een klant was maar ook leerde eten en drinken en leven, kwam ik al snel terecht in de marktenzaal. Daar ben ik eigenlijk nooit meer weggegaan. Ik stortte mij op analysewerk van zowat alle mogelijke activaklassen, van aandelen over obligaties tot grondstoffen. Een kleine tien jaar geleden kwam daar de verantwoordelijkheid voor de strategie van Wealth Management, de private bank en de specialistenteams bij.

In die hoedanigheid leerde ik ruim zes jaar geleden ook Koen kennen. Of beter gezegd, beter kennen. Want we kenden elkaar al sinds zijn tijd bij die andere bank. Van kennissen werden we vrienden en we begonnen steeds meer en vaker samen te werken. Het mondde uit in de podcast *Stand van zaken*, die we iedere maand met veel plezier opnemen met Francesca Vanthielen. Dat leidde dan ook weer tot vele vragen om als troubadours langs businesscenters en privatebankingcenters te trekken om over de gang van zaken in de economie en op de markten te praten. Op de een of andere manier vindt ons publiek de interactie die er tussen ons is leuk en misschien zelfs leerrijk. En dat is ook de insteek van dit boek. Toen Koen het voorstelde, heb ik geen moment gearzeld.

In dit boek gaan we met elkaar in dialoog. Koen zorgt voor het serieuze, onderbouwde economische werk. En ik doe wat ik altijd doe. Ik praat over markten, geef waar ik kan de richting aan, zeg wat ik denk te weten en wat ik denk niet te weten, en vertel verhalen. Want dat is net het mooie van de markten. Markten worden gemaakt door mensen. En woorden, verhalen en gevoelens zijn minstens even belangrijk als cijfers en berekeningen. Uiteindelijk komen al de rationele overwegingen, maar ook gevoelens en dromen van de mensen, samen in één punt en dat is de prijs van een aandeel of een ander actief. Dit maakt dat die prijs het punt is waar alle disciplines samenkomen: economie, wiskunde, maar evengoed of zelfs meer psychologie, technologie, sociologie, filosofie, geologie en politiek.

We hebben lang nagedacht over de vorm van het boek. Om het zoveel mogelijk in het verlengde van de podcast en onze presentaties te laten liggen, hebben we gekozen voor een wat bijzondere structuur. Ik neem het eerste hoofdstuk voor mijn rekening. Ik lanceer er enkele algemene basisideeën over hoe wij kijken naar de markten en de economie. Het is een blik onder onze motorkap. Welke ideeën en indicatoren bieden een goede basis voor een analyse die moet helpen om de wereld

te begrijpen, of tenminste iets beter te begrijpen dan wat de consensus gelooft? In die laatste nuance ligt al een eerste mogelijkheid tot winst.

Vervolgens kijken we naar trends, een cruciaal element in de markten en de economie. Waarom zijn er trends en wat zijn hun bouwstenen? De antwoorden zullen je waarschijnlijk verbazen. Koen onderzoekt in de daaropvolgende hoofdstukken een aantal belangrijke megatrends die het aanzien van de wereld de komende twintig tot dertig jaar zullen bepalen. Ik ga met hem, en met jullie als lezers, in dialoog in de vorm van kaders die boven de materie van Koen zweven. Vaak bevatten die intermezzo's vragen, soms ook een poging tot antwoord over wat de beleggingsimplicaties van de trends zijn. We proberen niet alleen de vragen te beantwoorden waar we zelf dagelijks mee worstelen, maar ook de vragen die we dagelijks krijgen van lezers en klanten. Gaat de dollar zijn status als reservemunt verliezen? Is het een goed moment om te investeren in goud of misschien wel bitcoin? En wanneer gaan de groeimarkten eindelijk de hooggespannen verwachtingen eens inlossen?

Onvermijdelijk zullen heel wat boeken de revue passeren. We gaan op reis met Prometheus, Keynes en de Filosofen uit de Salons aan de Rue Saint Roch. Ik ben nogal een boekenfanaat. Mijn vrouw noemt het een midlifecrisis, ik houd het zoals Nicolas A. Basbanes het stelt, op een *gentle madness*. Heel dit boek is dan ook schatplichtig aan schrijvers, economen, traders en denkers zoals Robert Shiller, Jack Schwager, Michael Covel, Jim O'Shaughnessy, Nicolas Taleb, Tom Basso, Mark Minervini, Peter Zeihan, George Friedman, Robert Kaplan en dichter bij huis Jonathan Holslag, Geert Noels en Peter Dekeyzer. Of aan iedereen van wie de naam onder de titels staat van de boeken die zich in mijn huis, zelfs op de trappen, ophopen.

Gamboni

We beginnen met een verhaal.

Het is een zonnige vrijdagnamiddag net voor valavond. Jack, een toptrader bij een grote Amerikaanse investeringsbank, rijdt goedgehumt in zijn sportwagen naar huis. De markten zijn volatiel geweest. Maar Jack is erin geslaagd om met de juiste golven mee te surfen en zijn winst is aanzienlijk. Bovendien zijn zowat al zijn open posities gesloten en hij kan dus uitzien naar een rustig weekend.

Net dan, als alles in het leven te goed lijkt te gaan en er niet genoeg offers aan de trading-goden zijn gebracht, slaat het noodlot toe. Jack krijgt motorpech. Hij slaagt er nog net in om zijn wagen bij een kleine garage te krijgen in een onooglijk stadje waarvan de naam er verder niet toe doet. Het verdict is hard: de garage zal de kapotte onderdelen moeten bestellen en de wagen zal pas ten vroegste de dag erna klaar zijn.

Iets minder goed gemutst boekt Jack een kamer in een klein hotelletje. De verveling slaat toe en hij gaat beneden naar de bar en drinkt een paar whisky's. Dan merkt hij dat er in de aanpalende kamer een pokerspel aan de gang is. Jack is een meer dan behoorlijke speler, of dat vindt hij toch van zichzelf. En wat kunnen enkele locals een toptrader die dagelijks vele miljoenen verhandelt in de weg leggen? *Right?* Hij wurmt zich door de omstanders – en de dikke sigarettenrook – koopt een stapel chips en begint te spelen.

Een uur later is het getij van dame Fortuna al een aantal keer van eb naar vloed en terug gegaan. Jacks stapel fiches is ongeveer gelijk gebleven. Maar dan krijgt hij een hand van drie azen en twee koningen, een full house, wat een van de betere handen is in het pokerspel. Met al een aanzienlijke pot op de tafel verhoogt hij de inzet met 5000 dollar. Dit is te veel voor de meeste andere spelers en ze gooien met een zucht hun kaarten weg. Maar een laatste speler, die zowat het midden houdt tussen een houthakker en Bill Gates, verhoogt met nog eens 20.000 dollar. Onze trader is ondertussen door zijn chips en cash heen, maar aangezien hij een bijzonder goede hand heeft en ervan uitgaat dat zijn tegenstander bluft, zet hij na enige aarzeling zijn Rolex in.

De kaarten komen op tafel, de houthakker legt een allegaartje neer van kaarten die op niet veel lijken, een twee en een drie van ruiten, een schoppenvijf, een klaverentien en klaverenboer. Jack toont zijn full house en begint de pot bij elkaar te harken.

‘Wacht eens even’, zegt de Bill Gates-lookalike, terwijl het geroezemoes en enkele schampere lachjes al alle bellen zouden moeten laten afgaan bij Jack. ‘Ik heb hier een Gamboni.’

‘Gamboni, daar heb ik nog nooit van gehoord’, antwoordt Jack verbouwereerd.

‘Kijk maar eens op dat papier op de muur’, riposteert de tegenstander, die zijn tanden, tenminste wat er nog van overblijft, bloot lacht.

Jack leest: ‘Twee ruiten, twee klaveren en één schoppen vormen samen een Gamboni, dat is de hoogst mogelijke combinatie in dit establishment.’

Jack kijkt boos om zich heen, maar regels zijn regels. En hij is nu niet meteen de man die na een tegenslag opgeeft. Hij geeft zijn gouden pinkring in pand, koopt opnieuw een stapel chips en het spel gaat verder.

Weer gaan er een paar uur voorbij, waarbij hij erin slaagt een klein stukje van zijn verliezen goed te maken. Tot hij een Gamboni in zijn handen krijgt. Op dat moment zijn er nog twee andere spelers, onder wie ook de houthakker met Jacks Rolex aan zijn pols, in het spel. Zelfverzekerd zet hij alles in. De twee tegenstanders tonen respectievelijk een paartje zevens en drie dames. Triomfantelijk gooit Jack zijn Gamboni op tafel. Gerechtigheid is geschied en hij maakt zich op om de pot bij elkaar te harken.

Deze keer is het gelach in de zaal niet meer onderdrukt maar uitbundig. Jack kijkt vertwijfeld om zich heen.

‘Kijk eens aan de achterkant van het papier’, zegt een stem die van heel ver lijkt te komen.

Jack draait het papier om en leest: ‘In dit etablissement is maar één Gamboni per avond toegestaan.’

Trader Jack verlaat met de spreekwoordelijke staart tussen zijn benen de zaal. De volgende dag haalt hij zijn wagen op en verlaat het stadje, een Rolex, een pinkring en een behoorlijke som geld armer, maar een levensles rijker: ‘Speel geen games waarvan je de regels niet kent.’

Dit is een aangepaste versie van een verhaal uit het boek *Trader Vic, Methods of a Wall Street Master*, geschreven in 1991 door Victor Sperandio, door het bekende beleggingsweekblad Barron's omschreven als de ultieme Wall Street-pro. Ik heb dit verhaal vele jaren geleden als inleiding bij een aantal presentaties gebruikt. Beleggen en traden kan misschien wat oneerbiedig worden gezien als een spel. Maar er zijn wel degelijk regels als je een kans op succes wilt hebben, en dit eerste hoofdstuk gaat daarover. Hoe ziet het schaakbord eruit waarop we onze strategie ontvouwen?

Dat wil niet zeggen dat het een *walk in the park* zal zijn. Er wordt weleens gezegd dat er duizenden manieren zijn om de markt te verslaan. Jammer genoeg zijn ze allemaal zeer moeilijk te vinden. Maar neem het van mij aan: markten zijn niet efficiënt. Dit betekent dat er trends ontstaan waarmee we ons voordeel kunnen doen. De belangrijkste regel hierbij is wel: laat je winnaars zo lang mogelijk lopen en snijd je verliezers zo snel mogelijk de pas af. Alleen op deze manier kun je succesvol zijn in wat managementgoeroe Simon Sinek een *infinite game* noemt: een spel dat doorloopt tot je ermee stopt. In onze wereld: totdat je het opgeeft of je geen geld meer hebt om verder te ‘spelen’. Ik hoop je hier een aantal inzichten mee te geven om dit te vermijden. Gelukkig volgen markten meestal een bepaald altijd terugkerend patroon. Dit is omdat de wereld om ons heen verandert, maar de menselijke natuur altijd dezelfde blijft.

De markt gaat onderuit: waar is het nieuws?

Een eerste belangrijke vaststelling is dat grote prijsbewegingen niet alleen maar gebeuren bij ‘groot nieuws’. De crash van 1987 is daar een goed voorbeeld van. Op maandag 19 oktober 1987 verloor de Amerikaanse S&P500 meer dan 20% van zijn waarde, zonder een duidelijk aanwijsbare reden. Financiële verslaggevers moesten zich in alle bochten wringen om toch maar iets naar boven te halen.

Na vele maanden werd de meer dan waarschijnlijke verklaring gevonden in een indekkingstechniek die destijds als *portfolio insurance* door het leven ging. In het kort kwam het erop neer dat bijna automatisch of zelfs automatisch aandelenfutures werden verkocht om een portefeuille tegen verdere verliezen te beschermen als de waarde van de portefeuille onder een bepaald niveau zakte. Een perfect voorbeeld van hoe verkopen leiden tot verdere verkopen, zoals we wel vaker zien bij een crash. Bij iedere verdere daling werden weer nieuwe verkoopprogramma’s getriggerd. Door de structuur van de markt, of de machinerie die erachter zat, werd die dag marktgeschiedenis geschreven. Het duwen tegen één domino liet vele andere domino’s vallen in een markt die, het moet gezegd, overgewaardeerd was.

Maar zelfs als er belangrijk nieuws op onze schermen komt, zoals de inval