

INTERVIEW Alec Phillips over de rol van de Amerikaanse dollar

STRATEGIE Investeren in IPO's – de prestatie van nieuwkomers

HOOFDARTIKEL

Lessen uit meerdere jaren met lage inflatie

KnowHow

Uw Goldman Sachs beleggersmagazine

10/2019

Advertentiebericht



04 **HOOFDARTIKEL** Het “inflatieraadsel”

Waarom leidt een lage werkloosheid in de VS niet tot een hogere inflatie? Gezien het feit dat de Amerikaanse Federal Reserve een lage inflatie steeds vaker als de belangrijkste reden voor renteverlagingen aanvoert, staat het “inflatieraadsel” weer in de belangstelling.

08 **INTERVIEW** Alec Phillips, Goldman Sachs

“Het beleid van de sterke dollar is al jaren voorbij, maar de discussie erover duurde langer”, zegt econoom Alec Phillips van Goldman Sachs. Desondanks vormt een interventie van de Amerikaanse Federal Reserve, volgens hem, niet het basisscenario in de komende maanden.

03 **EDITORIAL**

04 **HOOFDARTIKEL** Lessen over het monetaire beleid: Het “inflatieraadsel”

08 **INTERVIEW** Alec Phillips, Goldman Sachs: Handelsconflicten maken de dollar sterk

MARKT

10 **ECONOMIE** China: Zorgen over de conjunctuur in het Middenrijk

STRATEGIE

15 **BEURSGANGEN** IPO's: Waar het op aankomt

SERVICE

18 **DATA** Economische kalender en bedrijfsnieuws oktober/november 2019

19 **COLOFON, CONTACT**

N.B.

Alle gegevens in het Goldman Sachs KnowHow Magazine zijn uitsluitend bedoeld ter informatie van cliënten. Deze informatie kan een persoonlijk beleggingsadvies niet vervangen en vertegenwoordigt geen aanbieding voor de aankoop of verkoop van bepaalde financiële producten.

Merk op dat bij alle volgende grafieken rendementen uit het verleden geen betrouwbare indicator voor het toekomstige rendement zijn.



Wordt nu echt alles duurder?

Of het nu om de huur, de stookkosten of de aankopen bij de bakker gaat – alles lijkt duurder te worden. Daarnaast is de inflatie in de eurozone en de Verenigde Staten al geruime tijd erg laag. Dat de “gevoelde” inflatie vaak hoger is, is niet alleen te wijten aan de stijgende huurprijzen en huisvestingskosten, maar ook aan de hoge volatiliteit van energieprijzen zoals stookolie en benzine.

Al sinds enige jaren vragen de partijen op de financiële markt zich af, waarom een lage werkloosheid in de VS niet tot een hogere inflatie heeft geleid. Met een Amerikaanse Federal Reserve die een lage inflatie steeds vaker als belangrijkste reden voor renteverlagingen aanhaalt, staat het “inflatieraadsel” weer in de belangstelling. Goldman Sachs Economic Research bekijkt de belangrijkste hoofdstukken van zijn onderzoek naar inflatie en bespreekt lessen die kunnen worden getrokken uit de inflatievooruitzichten en het monetaire beleid.

Lees in ons hoofdartikel vanaf bladzijde 4 welke gevolgen afgeleid kunnen worden uit de inflatievooruitzichten voor de komende jaren.

Uw Goldman Sachs Team

infomarkets@gs.com

CONCLUSIES UIT TWEE DECENNIA:

Wat weten we over de inflatie?

Sinds enkele jaren vragen de partijen op de financiële markt zich af waarom een lager werkloosheidspercentage in de VS niet tot een hogere inflatie heeft geleid. Met de Amerikaanse Federal Reserve die lage inflatie steeds vaker als belangrijkste reden voor renteverlagingen aanvoert, staat het “inflatieraadsel” weer in de belangstelling. Goldman Sachs Economic Research kijkt naar de belangrijkste hoofdstukken van zijn inflatie-onderzoek en bespreekt welke lessen getrokken kunnen worden voor de inflatievooruitzichten en het monetaire beleid.



STEFFEN BIALLAS
Head of Public Distribution
Goldman Sachs International
London

LES 1: HET “INFLATIERAADSEL” IS OVERDREVEN

Sinds het einde van de jaren negentig is de Amerikaanse inflatie laag, stabiel en dicht bij de doelstelling van de Fed. Voordat de arbeidsmarkt terugkeerde naar volledige werkgelegenheid in de huidige cyclus, merkten de economen van Goldman Sachs en anderen op dat de Phillipscurve in de laatste decennia was afgevlakt en dat de inflatieverwachtingen van zowel de VS als in veel andere nationale economieën in de regel dicht bij de doelstellingen van de centrale banken lagen. Als gevolg hiervan zou men, zelfs bij de huidige Amerikaanse werkloosheid van 3,7 procent, geen torenhoge inflatie verwachten.

Een eenvoudig uitgangspunt voor het afleiden van kerninflatie, die door economische voorspellers en Fed-vertegenwoordigers wordt toegepast, is een bredere

Phillipscurve die werkloosheid, lonen en inflatie correleert. Een paar jaar geleden introduceerde Goldman Sachs een eenvoudig rekenmodel dat gebruik maakt van de “echte” werkloosheid U6, de huidige en vertraagde veranderingen in de handelsgewogen Amerikaanse dollar en de lange vertragingen in de veranderingen in de energieprijzen. Voormalige Fed-voorzitter Janet Yellen refereerde af en toe aan een soortgelijk model in haar toespraken. Als basis dienen gegevens sinds 1998, dat wil zeggen de twee decennia die het “moderne tijdperk van de lage en stabiele inflatieverwachtingen” vormen.

Zoals afbeelding 1 laat zien, past dit model vrij goed bij de gegevens. Er is nauwelijks verschil tussen de voorspelde en werkelijke inflatie. Afwijkingen van de modelvoorspelling tot een halve procentpunt zijn normaal – of, zoals Janet Yellen ooit zei,

“dergelijke ‘verrassingen’ zouden u niet echt moeten verrassen”.

LES 2: DE PHILLIPSCURVE LEEFT

Gezien de gematigde inflatie van de afgelopen jaren, hebben veel commentatoren de Phillipscurve nietig verklaard. Hoewel de verbanden van de Phillipscurve tegenwoordig zeker minder uitgesproken zijn dan tientallen jaren geleden, zijn ze nog steeds duidelijk zichtbaar in de prijs- en loongegevens. Uitgebreidere datasets op stads- en sectorniveau maken zelfs statistisch zinnigere analyses dan ooit tevoren.

Welbeschouwd zou het zonder de Phillipscurve een vreemde wereld zijn. Als prijzen niet afhankelijk waren van loonkosten en de lonen niet van het aanbod en de vraag naar arbeid, zouden de centrale banken weinig controle over de inflatie hebben en deze nauwelijks kunnen aanpakken met



hun monetair beleid. De markteconomie zou op zijn beurt bij de toekenning van middelen niet erg effectief zijn.

LES 3: DE INFLATIE IS NIET ALLEEN STRUCTUREEL LAGER

Een ander veel voorkomend argument is dat de inflatie de afgelopen jaren laag werd gehouden door nieuwe en krachtige structurele desinflatie veroorzakende krachten, zoals globalisering, het Amazon-effect, nieuwe technologieën, afnemende prijsbepaling en demografische trends. Maar de hierna vermelde krachten zijn niet zo krachtig of nieuw als vaak wordt vermoed.

Thema globalisering: Een aantal studies heeft aangetoond dat de groei van internationale handel in opkomende economieën met lage lonen, met name China, in de afgelopen decennia een belangrijke oorzaak is geweest voor de desinflatoire druk in de goederensector. Dit effect lijkt echter zijn hoogtepunt te hebben bereikt in het midden van de jaren negentig tot 2007, dat wil zeggen in de jaren voor en na de toetreding van China tot de Wereldhandelsorganisatie. Tijdens deze periode steeg de import uit de opkomende economieën snel, sindsdien stagneert het aandeel echter. Omdat de verandering van het aandeel de laatste jaren veel kleiner uitgevallen is, is ook het effect van desinflatie minder uitgesproken.

Een hieraan gerelateerd argument is dat voor de huidige Amerikaanse inflatie eerder de mondiale dan de binnenlandse conjunctuur van belang zou zijn. Het is zeker waar dat mondiale krachten schommelingen in de grondstofprijzen en wisselkoersen veroorzaken en in dat opzicht ook van belang zijn voor de Amerikaanse inflatie. Het is ook waarschijnlijk dat de wereld-economie de kerninflatie in veel kleinere nationale economieën zal beïnvloeden – vooral in landen waar de inflatieverwachtingen minder goed zijn verankerd. Er is echter nauwelijks statistische bewijs dat wereldwijde economische veranderingen een grote invloed kunnen hebben op de Amerikaanse kerninflatie.

Thema Amazon-effect: De toename van het online shoppen wordt ook al geruime tijd aangehaald als oorzaak van een lage inflatie. De meest directe impact van het internet op inflatie – het zoeken naar goedkopere online verkopers door consumenten – wordt niet in de officiële prijsindexcijfers opgenomen. Als gevolg hiervan zijn desin-

flatie-effecten waarschijnlijk het gevolg van spillover-effecten op de prijzen van andere detailhandelaren.

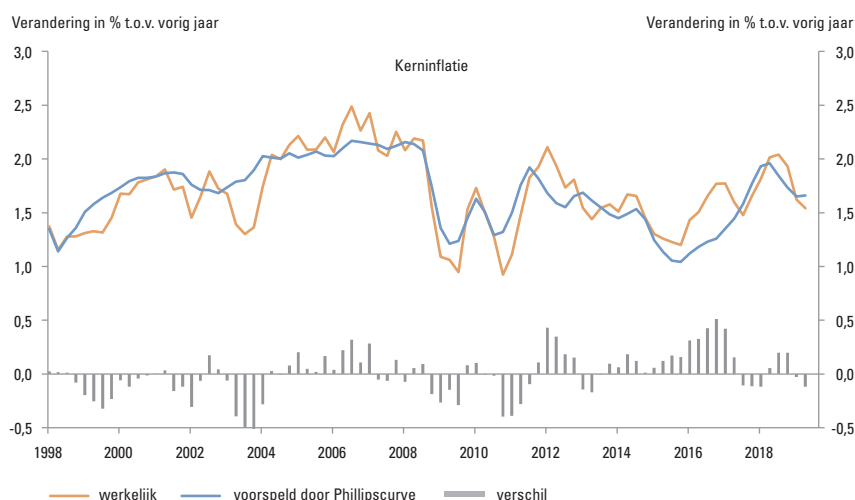
Het gemak van online prijsvergelijking maakt het relatief aannemelijk dat er grote spillover-effecten zouden moeten zijn. In een eerder onderzoek hebben de economen van Goldman Sachs de gevolgen van de jaarlijkse veranderingen in het online omzetaandeel van een reeks goederen en diensten op de inflatie in de overeenkomstige categorie van de kerninflatie ingeschat, rekening houdend met tijd en producttrends. Als gevolg hiervan hebben de economen 0,25 procentpunt van de kerninflatie en 0,1 procentpunt van het kerninflatiepercentage afgetrokken.

Maar dit effect is zeker niet nieuw: Het Amazon-effect van vandaag lijkt wat kleiner

te zijn dan het Walmart-effect van pas geleden, wat de toenmalige economen ook vaak opmerkten. Afbeelding 2 laat zien dat de groei van het online winkelen in vergelijking met de eerdere piekgroei van de Big-Box retailers overgewaardeerd wordt.

Thema nieuwe technologieën: Een vergelijkbare bewering stelt dat we ons in een tijdperk van indrukwekkende nieuwe technologieën bevinden, waarvan de impact op de inflatie veel verder gaat dan online winkelen. Hoewel het misschien gemakkelijk is om enkele voorbeelden te geven, moet deze bewering, als hij draagkracht wil hebben, een grotere productiviteitsgroei weerspiegelen. Sterke productiviteitsgroei was de belangrijkste oorzaak van een zeer lage werkloosheid en lage inflatie naast elkaar aan het eind van de jaren negentig. Sindsdien is de gemeten produc-

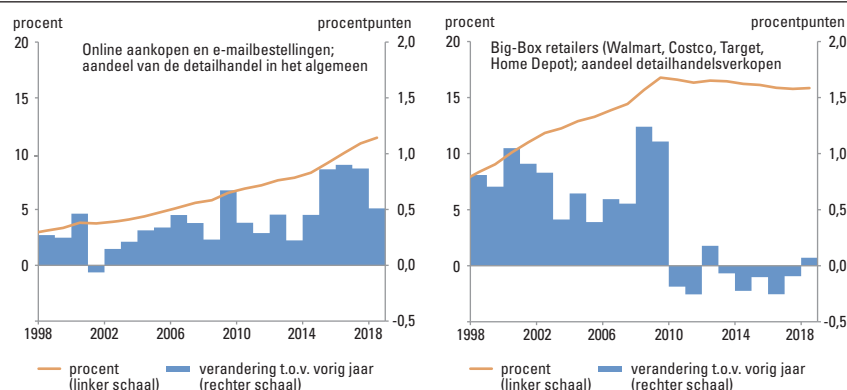
AFB. 1: PHILLIPSCURVE TOONT INFLATIE



In de afgelopen 20 jaar zijn er nauwelijks verschillen geweest tussen de prognoses van een uitgebreid Phillips-curve model en het werkelijke kerninflatiepercentage.

Bron: Goldman Sachs Global Investment Research, Department of Commerce; Stand: 18.08.2019

AFB. 2: "AMAZON-EFFEKT" KLEINER DAN "WALMART-EFFEKT"



De groei van online winkelen is overgewaardeerd in vergelijking met de vorige piekgroei bij Big-Box retailers.

Bron: Department of Commerce, Bloomberg, Goldman Sachs Global Investment Research; Stand: 18.08.2019

tiviteitsgroei in vergelijking met de geschiedenis eerder zwak.

Bovendien wordt een deel van de gevolgen van nieuwe ontwrichtende technologieën op de inflatie in officiële statistieken niet opgenomen als gevolg van verstoringen. Dit betekent dat de impact van nieuwe technologieën op de "werkelijke" inflatie evenals de impact van Amazon op de "werkelijke" inflatie groter is dan het effect op gemeten inflatie.

Thema dalend vermogen tot prijsbepaling:

Met het Amazon-effect hangt ook het idee samen dat het vermogen tot prijsmacht, dat wil zeggen het vermogen van een bedrijf om zijn prijs boven de marginale kosten te verhogen en slechts een bescheiden afname van de vraag te zien, is afgenomen. Een daling van het prijszettingsvermogen zou in theorie de winstmarges ondermijnen en de consumentenprijzen verlagen. De wereldwijde trend toont echter een verhoging van het vermogen tot prijsbepaling in de afgelopen jaren, samen met een toenemende marktconcentratie en hogere winstmarges.

De toename van de marktconcentratie heeft een bijkomend effect op de inflatiedynamiek, die geen duidelijke richtingsgevoeligheid toont, namelijk een geringere overdracht van loonschommelingen en andere kosten op de consumentenprijzen. De voorspelling van de economische theorie, volgens welke een bedrijf met marktmacht zijn prijs als reactie op veranderingen in de kosten minder verandert als een bedrijf dat concurrerend moet blijven, wordt door verschillende empirische onderzoeken ondersteund. Dit effect kan mogelijk aan de afvlakking van de Phillipscurve hebben bijgedragen.

Thema demografie: Er wordt beweerd dat demografische trends de inflatie beïnvloeden door hun invloed op de groei of de inflatieverwachtingen. De meest populairste theorie is dat een tragere bevolkingsgroei desinflatie tot gevolg kan hebben en tegelijkertijd de groei van het BBP vermindert. Tot op zekere hoogte gaat deze theorie er ten onrechte van uit dat economische groei de belangrijkste macro-economische drijvende kracht achter inflatie is. De bevolkingsgroei zou echter van betekenis kunnen zijn als bijvoorbeeld het woningaanbod op de korte termijn nogal onelastisch is. Of brengt een stagnatie-effect met zich mee, waarbij een lagere trendgroei het monetaire beleid onder druk zet.

Een toename van het aandeel van de bevolking dat consumeert, maar niet produceert, kan eveneens van invloed zijn op de inflatie. Er is zelfs enig bewijs om dit proefschrift te ondersteunen: Met behulp van gegevens op stedelijk niveau in de VS hebben economen van Goldman Sachs een positief, maar onbeduidend effect van de bevolkingsgroei op de inflatie vastgesteld.

Een andere mogelijk demografische invloed is het verschil in inflatieverwachting tussen de generaties. De jongere generatie, die nog geen hoge inflatie heeft meegemaakt, kan lage gemiddelde inflatieverwachtingen hebben, waardoor de werkelijke inflatie omlaag gaat. Deze bewering is moeilijk te verifiëren, maar de gevolgen van de zich ontwikkelende inflatieverwachtingen als gevolg van verschuivingen in generatiesamenstelling zouden zeer geleidelijk zijn. Terwijl jongeren doorgaans lage inflatieverwachtingen hebben, liggen de gemiddelde verwachtingen van alle leeftijdsgroepen nog steeds op of boven het doel van twee procent.

LES 4: NIET-CYCLISCHE INVLOEDEN KUNNEN GROTE GEVOLGEN HEBBEN

Terwijl theorieën over nieuwe structurele desinflatie bevorderende krachten als sceptisch gezien kunnen worden, kunnen meer algemenere factoren, zoals als wijzigingen in het overheidsbeleid of veranderingen in de methode voor het meten van inflatie, aanzienlijke gevolgen hebben op de gerapporteerde inflatie. Inflatieprognoses zijn zelf gedeeltelijk gebaseerd op factoren die geen verband houden met de conjunctuurcyclus.

De belangrijkste veranderingen in het overheidsbeleid met betrekking tot inflatie in de afgelopen jaren hebben de gezondheidssector beïnvloed. Gebaseerd op een academisch onderzoek naar de directe en indirecte gevolgen van de Affordable Care Act (ACA) op de inflatie in de gezondheidszorg, schat Goldman Sachs dat de impact van de ACA een piek bereikte van bijna -2 procentpunten en nog steeds ongeveer -0,5 procentpunten bedraagt.

Recentelijk heeft de angst voor een controle door de wet geleid tot het bevriezen van de prijs van geneesmiddelen op recept, waardoor deze categorie voordeliger is geworden in vergelijking met de jongste trend. Politieke veranderingen kunnen ook een inflatoir effect hebben: Een duidelijk voorbeeld hiervan zijn de nieuwe strafheffingen voor importen uit China, die een sterke invloed op de consumentenprijzen hebben gehad.

Zelfs methodologische veranderingen in inflatiemeting kunnen aanzienlijke gevolgen hebben op de gerapporteerde inflatie. In sommige gevallen vertekent de invoering van nieuwe brondata alleen de sei-



zoensfactoren en leidt dit tot tijdelijke veranderingen. In andere gevallen kan de invoering van een nieuwe methode voor kwaliteitsaanpassing de inflatie in één richting sturen – naar beneden.

LES 5: INFLATIE IS GEEN GOEDE CYCLISCHE INDIKATOR

Met een vlakkere Phillipscurve, wisselkoers- en grondstoffluctuaties en de soms vrij sterke effecten van niet-cyclische factoren, is het tegenwoordig niet realistisch om te verwachten dat de inflatie altijd de output gap volgens het boekje volgt. Men moet niet verwachten dat alle inflatieschommelingen een bevredigende economische verklaring hebben – matige afwijkingen van wat men alleen al op basis van het werkloosheidspercentage zou voorstellen, zijn normaal.

Dit helpt om te verklaren waarom het moeilijk is om de voortdurende volatiliteit van de kerninflatie te voorspellen: Een “juiste” organisatie van de economie is geen garantie dat ook de inflatieprognose klopt. Zelfs in tijden van lage en verankerde inflatieverwachtingen waren relatief grote afwijkingen van de kerninflatieprognose van de consensus normaal – ongeveer 0,4 procentpunten in een periode van een jaar en 0,5 procentpunten in een periode van twee jaar.

LES 6: NEERWAARTS RISICO VAN INFLATIEVERWACHTINGEN VS TOT DUSVER BEPERKT

Sommige Fed-bestuurders vrezen dat de inflatieverwachtingen van de bevolking zouden kunnen dalen bij een inflatietoename van twee procent of meer, maar dat risico is waarschijnlijk laag. De gemiddelde maandelijkse inflatieverwachtingen van de Universiteit van Michigan voor de komende vijf tot tien jaar lagen in de afgelopen 20 jaar op 2,8 tot 3 procent. Vijf jaar geleden daalden deze geleidelijk en staan nu op 2,6 procent. Deze naar verhouding bescheiden daling, waarbij de mediaan duidelijk boven het doel van twee procent ligt, zal waarschijnlijk slechts beperkte gevolgen hebben voor de toekomstige inflatie.

Gebaseerd op de analyse van de samenhang tussen de meetwaarden van enquêtes over de inflatieverwachtingen en de later gerealiseerde inflatie in de USA en met het oog op internationale gegevens, schatten economen van Goldman Sachs dat de daling van de meetwaarden van Michigan op een tekort duidt van hoogstens 0,1 pro-



centpunt bij het percentage van de kerninflatie. Het Michigan-onderzoek toont bovendien aan dat het aandeel van huishoudens dat een inflatie binnen één procentpunt rondom de doelstelling van de Fed verwacht, is gestegen – wat eerder een geruststelling dan een bezorgdheid is.

LES 7: STIJGING INFLATIE ONWAARSCHIJNLIJK, MAAR NIET UIT TE SLUITEN

Gezien het feit dat niet-cyclische krachten waarschijnlijk nog enige tijd een gematigde neerwaartse druk zouden kunnen uitoefenen, lijkt het risico van een stijgende inflatie ook beperkt te zijn. Ervaringen met zeer krappe lokale arbeidsmarkten, zelfs in tijden van lage en verankerde inflatieverwachtingen, doen echter vermoeden dat opwaartse inflatierisico's als gevolg van niet-lineariteiten in de Phillipscurve op zeer laag niveau niet uit te sluiten zijn. Uit de gegevens blijkt dat wanneer werkloosheid van een stad sinds 1998 minstens een jaar lang onder de vier procent daalde, het percentage van de kerninflatie van de stad in ongeveer de helft van de gevallen meer dan 2,5 procent bedroeg.

EFFECT OP INFLATIEVOORUITZICHTEN

Wat betekenen deze conclusies voor de huidige inflatievooruitzichten? Een implicatie kan zijn dat het nog krappere worden van de arbeidsmarkt op zijn minst een extra stimulans zou kunnen geven. Een andere implicatie is dat niet-cyclische krachten de komende jaren opnieuw de belangrijkste motor van inflatie trends kunnen blijken te zijn.

Politieke factoren zullen bijzonder belangrijk blijven. Goldman Sachs verwacht dat de aanhoudende desinflatoire druk op de gezondheidszorg en de geneesmiddelen op recept in het komende jaar gedeeltelijk aan zal houden. In de tegenovergestelde richting zou het beleid rondom de invoerrechten het belangrijkste probleem voor de inflatie van volgend jaar kunnen vormen. De aangekondigde invoerrechten zouden

de kerninflatie met meer dan 0,2 procentpunten kunnen verhogen.

Bovendien kunnen wijzigingen in de meetmethode een grote impact hebben. Het zou verrassend zijn als de recente belangstelling voor het heroverwegen van inflatie en de productiviteitsmetingen bij de statistische bureaus niet zou leiden tot ten minste enkele methodologische veranderingen. Toen het rapport van de Boskincommissie in 1996 zich met soortgelijke kwesties bezighield, volgden in de daaropvolgende jaren veel veranderingen in de prijsmeting.

GEVOLGEN VOOR HET MONETAIR BELEID

Voor het monetair beleid kunnen twee algemene lessen worden getrokken. Ten eerste zouden beleidsmakers ervan af kunnen zien om te veel uit gematigde inflatieschommelingen af te leiden of er te sterk op te reageren. Schommelingen en uitschieters zijn normaal en worden vaak gedreven door niet-cyclische factoren zonder diepere economische betekenis, noch voor de cyclus noch voor grotere structurele krachten. Dientengevolge vereisen gematigde afwijkingen van de inflatiedoelstelling niet noodzakelijkerwijs een beleidsreactie.

Ten tweede biedt een krappe arbeidsmarkt tegenwoordig een kleiner inflatierisico dan vroeger. De inflatieverwachtingen zijn goed verankerd, de Phillips-curve is minder stijl dan decennia geleden en de inflatie is in de afgelopen jaren binnen de verwachte grenzen gebleven. Het is echter mogelijk dat de niet-cyclische inflatiedruk aanhoudt – en de Fed lijkt in toenemende mate bereid om in de komende jaren ook iets meer dan twee procent bij de inflatie toe te staan. De tekenen van voor zeer krappe lokale arbeidsmarkten wijzen er echter op dat er nog steeds een risico bestaat en dat een laag risico niet hetzelfde is als geen risico. De kans op oververhitting van de inflatie lijkt echter minder groot dan in voorgaande decennia. Als gevolg hiervan kunnen beleidsmakers de desinflatie-effecten van niet-cyclische krachten gebruiken om de arbeidsmarkt in beweging te krijgen, zolang de inflatieverwachtingen zijn verankerd en financiële onevenwichtigheden onder controle worden gehouden.

De in deze bijdrage weergegeven ideeën en afbeeldingen komen uit de publicatie “US Economics Analyst – Lessons of the Low Inflation Years”, gepubliceerd door Goldman Sachs Economics Research op 18 augustus 2019.

IN GESPREK: ALEC PHILLIPS,
GOLDMAN SACHS

Handelsconflicten maken de dollar sterk

Wat moeten we denken van de kritiek van de Amerikaanse president op de Federal Reserve, en wat zijn de vooruitzichten voor de Amerikaanse dollar? Alec Phillips, hoofdeconoom bij de Amerikaanse Economics Group van Goldman Sachs, beantwoordt in dit KnowHow-interview enkele belangrijke vragen over het beleid van de “sterke dollar” van de jaren negentig, evenals de waarschijnlijkheid en de impact van een Amerikaanse interventie in de valutamarkt.



Behoort het beleid van de “sterke dollar” definitief tot het verleden?

Alec Phillips Dit beleid is al jaren voorbij, maar de discussie erover duurde langer. Het sterke dollarbeleid ontstond halverwege de jaren negentig uit de wens om de vraag naar Amerikaanse activa, de US Treasury-obligaties – de schatkistcertificaten van de VS – te garanderen in een tijd waarin de Treasury-rendement waren gestegen en de dollar aan waarde verloren had. Sindsdien hebben de ministers van Financiën erop gelet dat dit principe werd gevolgd of dit in elk geval niet openlijk tegen te spreken. Hoewel de regeringen de afgelopen jaren geen expliciete maatregelen hebben genomen om de dollar af te zwakken, is het enige tijd geleden dat het Amerikaanse ministerie van Financiën stappen heeft ondernomen om de dollar te versterken.

Betekent dit dat de VS actief zal ingrijpen ten gunste van een verzwakking van de dollar?

Alec Phillips Wij geloven niet dat directe interventie het basisscenario zal zijn, maar toch is de waarschijnlijkheid daarvan toegenomen. President Trump heeft zijn standpunt bij meerdere gelegenheden kenbaar gemaakt. Zijn opmerkingen zijn opmerkelijk omdat ze in het algemeen eenduidig in tegenspraak zijn met het “sterke dollar”-beleid, maar ook gericht zijn op

bepaalde handelspartners. Het is ook opmerkelijk dat hij in zijn opmerkingen over de dollar meerdere keren naar de Federal Reserve heeft doorverwezen. Hoewel de Fed zou optreden als uitvoerende instantie van interventies van Amerikaanse Treasury-interventies, suggererende opmerkingen van Trump dat hij zich eerder bezighoudt met monetair beleid denkt dan met directe aankopen van buitenlandse activa. Als dit klopt, zou de focus minder liggen op het rechtstreeks ingrijpen door het Amerikaanse ministerie van Financiën, maar zou dit eerder gezien moeten worden als een algemene aanklacht over de impact van het monetaire beleid van de Fed op de dollar.

Hoe zou een interventie in de valutamarkt er anders uitzien?

Alec Phillips Het ministerie van Financiën zou buitenlandse activa via zijn Exchange Stabilization Fund (ESF) kunnen inkopen. Het Congres heeft de ESF in 1934 opgericht met als doel het stabiliseren van de valutamarkten. Bij de besluitvorming over het gebruik van de activa die het bezit, beschikt het Amerikaanse ministerie van Financiën over aanzienlijke hoeveelheid flexibiliteit. De middelen van de ESF bedragen ongeveer 93,5 miljard Amerikaanse dollar. Hiervan is ongeveer 68 miljard dollar beschikbaar voor het ministerie – 23 miljard dollar als staatsobligaties en 45 miljard

dollar in bijzondere trekkingsrechten, die het zou kunnen gebruiken om extra buitenlandse valuta in te kopen. Het ESF heeft al Duitse, Franse, Nederlandse en Japanse staatsobligaties, evenals deposito's bij centrale banken in Duitsland, Frankrijk en Japan.

Wat zou daarbij de rol van de Fed zijn?

Alec Phillips De Fed zou als vertegenwoordiger van het Amerikaanse ministerie van Financiën optreden, maar zou ook zelf aankopen kunnen doen. Net als in de andere werkgebieden treedt de Fed op als de fiscale vertegenwoordiger van het ministerie van Financiën en voert als zodanig valutatransacties uit. Bovendien heeft de Fed in het verleden ook extra middelen beschikbaar gesteld voor de Schatkist, die vervolgens op twee manieren voor verdere interventie ingezet worden. Ten eerste heeft de Fed in eerdere periodes waarin werd ingegrepen in de valutamarkt, aankopen op eigen rekening verricht en wel in dezelfde omvang als het Amerikaanse ministerie van Financiën. Daardoor beschikt de Fed momenteel over hetzelfde volume aan activa als het ministerie van Financiën. Ten tweede, en wat controversiëler, heeft de Fed in het verleden deposito capaciteit aan het ministerie ter beschikking gesteld, waardoor de Fed tijdelijk buitenlandse activa van het ministerie tegen dollars zou kunnen ver-

ALEXANDER PHILLIPS

Global Investment Research
Washington, D.C.



Alec Phillips is hoofdeconoom bij de American Economics Group in het Global Investment Research bij Goldman Sachs. Zijn focus ligt vooral op het Amerikaanse economische beleid, inclusief fiscaal beleid en regelgeving evenals analyse van de woningmarkt. Zowel als lid van de Global Economics Group van 2003 tot 2007 en eerder als analist in het Equity Research richtte hij zich op de analyse van aan de industrie-gerelateerde maatregelen op nationaal en op staatsniveau. In 2000 begon Alec Phillips bij Goldman Sachs als analist in de Healthcare-Groep in het Equity Research en werd in 2012 benoemd tot Managing Director. Daarvoor werkte hij voor de Commissie Financiën van de Senaat. Hij studeerde in 1998 af in politicologie met een BA aan de Colgate University, Hamilton, New York.

werven, zodat het Amerikaanse ministerie van Financiën deze vervolgens zou kunnen inzetten voor het kopen van extra buitenlandse activa. De Fed heeft in 1992 voor het laatst aan dergelijke activiteiten deelgenomen en legde destijds een totaallimiet van vijf miljard Amerikaanse dollar op dergelijke transacties (verlaagd van een limiet van 20 miljard ten tijde van de topcapaciteit). Over het algemeen suggereert dit dat de gecombineerde maximale capaciteit van de Schatkist en de Fed voor interventies op de valutamarkt ongeveer 145 miljard Amerikaanse dollar is.

Zou de Fed dan naast het Amerikaanse ministerie van Financiën actief deelnemen?

Alec Phillips Waarschijnlijk wel, maar dat zou van de omstandigheden kunnen afhangen. Sinds 1995 zijn er geen reguliere buitenlandse interventies meer gedaan. Rond dezelfde tijd begon het ministerie expliciet te praten over een sterk dollarbeleid. Sindsdien heeft het zijn frequente interventies op de valutamarkten stopgezet. Sindsdien zijn er slechts drie speciale uitzonderingen geweest in 1998, 2000 en 2011. De Fed zou voorzichtig kunnen zijn bij het hervatten van een beleid van actieve interventies op de valutamarkt samen met het ministerie van Financiën. Dit omdat

het onduidelijk is of een geïsoleerde interventie op zichzelf effectief is, nog afgezien van het signalerende effect met betrekking tot mogelijke conclusies over hun houding in het monetaire beleid. Tenzij een derge-

“DE MEEST DOELTREFFENDE METHODE ZOU EEN VERLAGING VAN INVOERRECHTEN ZIJN. ALS DE PRESIDENT EEN ZWAKKERE DOLLAR WIL, DAN ZOU HIJ EEN HANDELSVERDRAG MET CHINA KUNNEN AANKONDIGEN, MAAR HIJ ZAL DAN WAARSCHIJNLIJK WEL EEN STRENGER MONETAIR BELEID MOETEN ACCEPTEREN.”

lijke interventie vooral effectief is door middel van haar signaleringsfunctie, zou deelname aan een dergelijke transactie, op in opdracht van van het ministerie van Financiën, vermoedelijk vragen kunnen oproepen over de onafhankelijkheid van de Fed, die de laatste tijd al kritischer bekeken wordt. Aangezien het Amerikaanse ministerie van Financiën over het algemeen een beperkte capaciteit heeft om in te grijpen, is het waarschijnlijker dat de Fed het voorbeeld van het ministerie van Financiën gaat volgen en dus om die reden zou deelnemen aan interventies op de valutamarkt.

Wat kan president Trump nog meer doen om de dollar te verzwakken?

Alec Phillips De meest effectieve strategie zou een verlaging van de invoerrechten

zijn. De reactie van de financiële markten op groeiende handelsconflicten gaat beide kanten op: de dollar wordt meestal versterkt in tijden van verhoogde handelsonzekerheid, omdat de risico's van dergelijke gebeurtenissen meestal leiden tot appreciatie van de dollar en invoerrechten meer schade hebben toegebracht aan de groei buiten de VS dan aan de groei binnen de VS. Dat gezegd hebbende, lijkt het ook duidelijk dat handelsonzekerheid een belangrijke

factor was bij het verschuiven van de Fed naar een meer ontspannen monetair beleid, waardoor de opwaardering van de dollar onder controle bleef. Al met al suggereert dit dat de president, mocht hij een zwakkere dollar willen, een handelsverdrag met China zou kunnen aankondigen, maar in ruil daarvoor moet hij mogelijk wel een strenger monetair beleid accepteren.

Het interview met Alec Phillips is een uittreksel uit de publicatie “Top of Mind – Currency Wars”, gepubliceerd door Goldman Sachs Global Macro Research op 12 september 2019.

CHINA

Economische zorgen in het Middenrijk

Na een opmerkelijk herstel in het eerste kwartaal, vertraagde de groei in China aanzienlijk in het tweede kwartaal van 2019. De neerwaartse druk op de Chinese groei zou kunnen aanhouden – alleen met een ondersteunend beleid kunnen Chinese beleidsmakers een merkbare daling voorkomen. Wat moet er gebeuren?





De belangrijkste vraag voor de Chinese economie in de komende maanden is of en hoe de Chinese overheid de groei kan stabiliseren. De versnelling van de groei in het eerste kwartaal was in hoge mate toe te schrijven aan de stimulering van overheidsinvesteringen. Door een toenemende vermindering van de particuliere vraag en de exportgroei vertraagde de totale groei echter in het tweede kwartaal. In de komende maanden zal de particuliere vraag waarschijnlijk maar beperkt toenemen.

Particuliere investeringen (met name in de be- en verwerkende industrie) hangen grotendeels af van de bedrijfsverwachtingen (in termen van winstgevendheid en vraag) en de beschikbaarheid van financiële middelen. Met het oog op een mogelijke vermindering van de export, aanhoudende handelonzekerheden en zwakke vooruitzichten voor de winstgroei, is het mogelijk dat bedrijven weinig geneigd zijn om de vraag naar investeringen te doen toenemen.

De consumptie van de particuliere huishoudens (inclusief goederen en diensten) is de afgelopen kwartalen gedaald en zal de komende maanden slechts een beperkte opwaartse tendens vertonen. Consumptie is zowel een functie van het gezinsinkomen als de consumptiebereidheid van de consument. Verlaging van de inkomstenbelasting zouden de beschikbare middelen kunnen verhogen. Anderzijds heeft China bijvoorbeeld recentelijk de compensatiebetalingen in het woningbouwproject van de overheid aanzienlijk vertraagd, waardoor belastingverlagingen waarschijnlijk maar weinig merkbaar zullen zijn.

DE REGERING MOET DE KOERS BEPALEN

Er zijn enkele tegenstrijdige doelen voor de overheid bij het implementeren van een noodzakelijk cyclisch beleid om de groei te stabiliseren. Zijn stabiele groei en financiële stabiliteit in een gezond evenwicht? Blijven groei en inflatie in balans? En hoe zit het met het interne en externe evenwicht? Deze tegenstrijdige doelen kunnen de mogelijke omvang van de politieke steun beperken.

Het belang van financiële stabiliteit is aanzienlijk toegenomen voor de Chinese regering in de afgelopen jaren. De belangrijkste kwesties waar de regering zich op heeft gericht, zijn schulden, woningbouw en schaduwbanken. Met betrekking tot de schuldenlast is de richtlijn dat de groei van het totaal van het totale krediet in de samenleving dichtbij de nominale groei van het BBP moet liggen. Deze conservatievere aanpak heeft afgelopen jaren al tot veel kleinere afwijkingen in de kredietgroei en de nominale BBP groei geleid. Ook in de komende maanden zou de Chinese regering een bovengrens kunnen stellen aan haar schuldenverlichting bij het totaal van de afgesloten leningen. Deze aanpak moet bijdragen tot een beter evenwicht tussen groeistabiliteit en financiële stabiliteit.

Op de woningmarkt heeft de Chinese regering in de afgelopen jaren met verschillende beperkingen geprobeerd de uitbreiding van de vastgoedzeepbel te voorkomen en een minder speculatieve woningbouwsector te bewerkstelligen. Een minder verhitte woningmarkt kan echter – bijvoorbeeld met het oog op grondverkoop – ook de financieringsbronnen van het begrotingsbeleid belasten. Andere maatregelen kunnen dit compenseren, bijvoorbeeld een

uitbreiding van het volume van lokale, landspecifieke leningen, en een hogere druk van de centrale overheid op banken om beter bij te dragen aan de ondersteuning van investeringen in infrastructuur.

STRIJD TEGEN SCHADUWBANKEN

Schaduwbanken zijn in China een belangrijke financieringsbron voor investeringen in infrastructuur en vastgoed. Sinds 2018 is het volume ten koste van investeringen in infrastructuur afgenomen. Dit is voornamelijk te wijten aan inspanningen van de regelgevende instanties. Algemene regulering in de sector van schaduwbanken zou in China strenge moeten blijven, zodat er op korte termijn geen significant herstel te zien zou zijn.

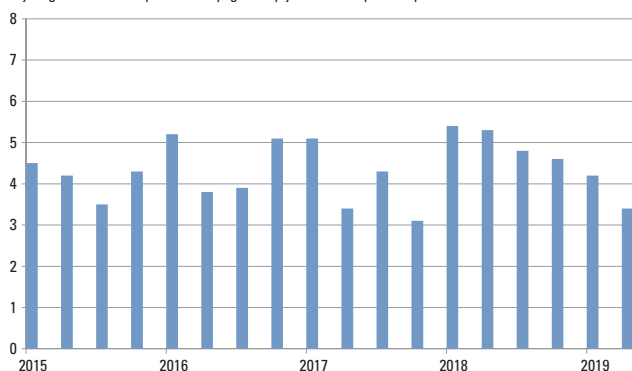
VALUTADEVALUATIES

Een elastisch monetair beleid is vanuit een cyclisch oogpunt (groei) gerechtvaardigd, maar kan de devaluatiedruk op de Chinese renminbi verhogen als gevolg van handelonzekerheden. Dat een evenwicht tussen interne en externe groeifactoren gewenst is, is meermaals door Yi Gang, de gouverneur van de Chinese centrale bank PBOC, aangekaart. Yi Gang zei echter ook dat hij meer nadruk zou willen leggen op het interne evenwicht. In feite gebruikt de PBOC de Chinese yuan al veelvuldig als automatische stabilisator om externe schokken bij de export op te vangen.

Het meest recente voorbeeld hiervan is de devaluatie van de yuan naar het laagste niveau sinds 2008: Tijdens het handelsconflict met de VS kostte één Amerikaanse dollar onlangs weer meer als zeven yuan. Verwacht wordt dat de PBOC de yuan als automatische stabilisator zal blijven gebruiken, hoewel deze er ook naar zou

AFB. 1: CONSUMPTIE HUISHOUDENS NEEMT AF

Bijdrage van consumptie aan bbp-groei op jaarbasis in procentpunten

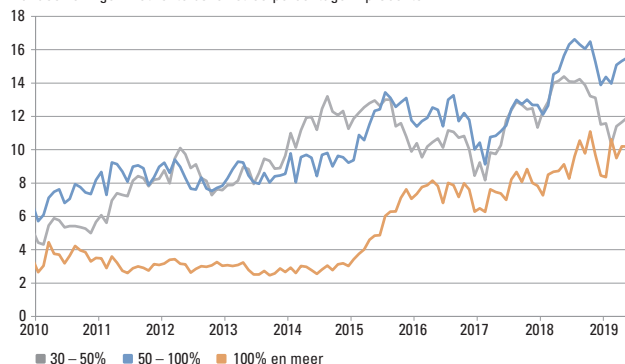


Sinds enkele maanden daalt het aandeel van de consumentenbestedingen in het bruto binnenlands product (bbp) van China. De binnenlandse consumptie verzwakt.

Bron: Wind; Stand 20.08.2019

AFB. 2: RISICOOVERSIE VAN BANKEN STIJGT

Aandeel leningen met rente boven streefpercentage in procenten



Bovendien liggen de rentetarieven voor veel leningen in China tussen 50 en 100 procent of zelfs meer dan 100 procent voor de indicatieve rentevoet.

Bron: Wind; Stand: 20.08.2019



kunnen streven om sterke waardeverminderingen en massale kapitaaluitstromen te voorkomen door een macroprudentieel beleid dat, met misschien grotere flexibiliteit, er op is gericht om de valuta stabiel te houden.

De inflatie zal waarschijnlijk de komende maanden in China weer kunnen stijgen. We moeten er echter van uitgaan dat dit niet tot significante stijging van de rentetarieven zal leiden. De afgelopen jaren heeft het monetaire beleid eerder op de kerninflatie gereageerd dan op totale inflatie. Aangezien de kerninflatie mogelijk relatief laag blijft, zal het monetaire beleid waarschijnlijk minder reageren op een stijging van de totale inflatie. Anderzijds kan een verhoogde inflatie de speelruimte voor een sterke daling van de rentetarieven beperken.

ONDERSTEUNING VAN DE BANKEN

Welke maatregelen zou de Chinese regering nu moeten nemen? Aangenomen kan worden dat de regering, zoals in de voorgaande jaren, een hoger begrotingstekort zal bereiken in 2019 dan de officiële doelstelling (2,8 procent), wat de manoeuvreerruimte beperkt. Een ondersteuning van de banken zou daarom het meest flexi-

bele en belangrijkste quasi-fiscale financieringskanaal kunnen zijn en een middel om de groei te stabiliseren, gebaseerd op de ervaringen uit het verleden (bouwactiva in 2015). Ter ondersteuning van de kredietgroei zou een daling van de minimumreserve en relatief lage rentetarieven kunnen helpen. Toch zijn de risicopremies van Chinese banken op kredieten hoog vanwege verhoogde risico-aversie – een aanzienlijk aandeel ligt meer dan 100 procent boven de wettelijke rente.

Een sterk reguleringsbeleid is belangrijk om problemen van financiële instabiliteit als gevolg van een zwak cyclisch beleid in te kunnen dammen. Anderzijds zou het reguleringsbeleid in China een overdreven strenge aanpak beter kunnen vermijden, zoals we in 2018 zagen, toen de schaduwbanken te snel krompen. In de tussentijd is een structurele beleidsstrategie nodig om de onderliggende risico's aan te pakken – zoals bijvoorbeeld wanbetalingen op de financiële markten.

SAMENVATTING: NAUWGEZETTE AANSTURING NOODZAKELIJK

Per saldo heeft de regering het vermogen om de groei te stabiliseren en een aanzienlijke vertraging tegen te werken, in geval

van twijfel met cyclische beleid, zoals verhoogde investeringen in infrastructuur. Dit kan echter op korte termijn tot financiële instabiliteit leiden. De PBOC zou deze dan moeten tolereren. Gezien de nadruk die het PBOC legt op het interne evenwicht, kan de valutamarkt als een automatische stabilisator kunnen dienen, hoewel de PBOC zou kunnen proberen sterke waardevermindering en massale kapitaaluitstromen te vermijden.

Over het algemeen zou de Chinese regering vooral een efficiëntere uitvoering van haar ondersteunende maatregelen moeten nastreven, zodat deze niet worden beperkt door gespannen financiële markten, te strenge bankregelgeving en exorbitante risicopremies. De vooruitgang moet nauwlettend worden gevolgd om verdere verbeteringen door te voeren als belemmeringen op de groei van de Chinese economie niet kunnen worden opgelost.

De in deze bijdrage weergegeven ideeën en afbeeldingen stammen uit de publicatie "Asia Economics Analyst – (How) can the Chinese government stabilize growth in coming months?", gepubliceerd door Goldman Sachs Economics Research op 20 augustus 2019.

SECURITIES DIVISION
Securitized Products

ADVANTAGE investor.

- ✓ Aantrekkelijke prijzen en spreads
- ✓ Grote keuze uit Turbo's en Traders
- ✓ Betrouwbare handel



BEURSGANGEN

Waar het op aankomt

Goldman Sachs heeft de afgelopen 25 jaar bijna 4.500 bedrijven ondervraagd die in de VS naar de beurs zijn gegaan. Bij deze IPO's (Initial Public Offerings) werd de emissieboom van technologiebedrijven in de jaren negentig (1995 tot 2000) vergeleken met de periodes 2001 tot 2009 en 2010 tot heden. Centraal staat de waardeontwikkeling van de aandelen in de eerste drie jaren na de beursgang. Wat zijn mogelijke redenen voor een bovengemiddelde ontwikkeling op de beurs?



Rendementen op aandelen zijn asymmetrisch. De aandelenkoers van een bedrijf kan enerzijds niet onder nul vallen, anderzijds is een opwaartse trend – theoretisch – onbeperkt. Dit is vooral duidelijk bij nieuwe emissies. Het onderzoek van Goldman Sachs toont aan dat de meeste IPO's achterblijven. Sommigen, echter, overtreffen de verwachtingen. Vanuit het oogpunt van prestatie verhogen deze “winnaars” de outperformance van de portefeuille, ook wanneer de mediaan van de beursgangen (IPO) bij de markt achterblijft. Een belegger die de afgelopen 25 jaar bijvoorbeeld voor 100 Amerikaanse dollar aandelen van elke nieuwkomer in de VS heeft gekocht, zou op jaarbasis een extra rendement van 60 basispunten in vergelijking met de Russell 3000 index hebben behaald (zie afb. 1). In tegenstelling daartoe is de in dezelfde periode typische beursgang in de eerste 12, 24 en 36 maanden bij de markt achtergebleven (zie afb. 2).

Voor beleggers die aandelen individuele bedrijven aan hun portefeuille willen toevoegen, rijst de volgende vraag: Hoe beïnvloeden de fundamentele gegevens van een bedrijf de waarschijnlijkheid van een bovengemiddelde waardeontwikkeling van de nieuwe beursganger tijdens de eerste drie jaar na de IPO? Het onderzoek richt zich op zeven aspecten: prestaties, omzetgroei, winstgevendheid, waardering, branche, marktkapitalisatie op het moment van de beursgang en leeftijd.

NIEUWKOMERS DIE ACHTEROP RAKEN

De typische beursgang van de afgelopen 25 jaar had op de eerste dag een gemiddeld

rendement van ongeveer zeven procent plus. Niet alle beleggers krijgen echter een toewijzing tegen de emissieprijs. Daarom begint Goldman Sachs met de analyse van de IPO-prestaties van één-, twee- en drie jaar met de aandelenkoers na de eerste handelsdag.

Zonder rekening te houden met de eerste handelsdag, ontwikkelde de typische beursgang zich tijdens de eerste drie jaar als naamloze vennootschap slechter dan de totale markt. De mediane beursgang is in alle drie periodes gedurende de eerste, twee en drie jaar achtergebleven bij de marktbrede Russell 3000 index – gemeten aan de slotkoers van het aandeel op de eerste handelsdag. Nieuwe emissies brachten het er het slechtste vanaf aan het eind van de jaren negentig. Ze verloren in het eerste jaar 32 procentpunten ten opzichte van de Russell 3000, 59 procentpunten aan het einde van het tweede jaar en ten slotte 72 procentpunten aan het einde van het derde jaar. De typische beursgang sinds 2010 vertoonde in vergelijking met de markt tijdens het eerste jaar een achterstand van 10 procentpunten; binnen twee jaar waren het 22 procentpunten en in drie jaar tijd 28 procentpunten.

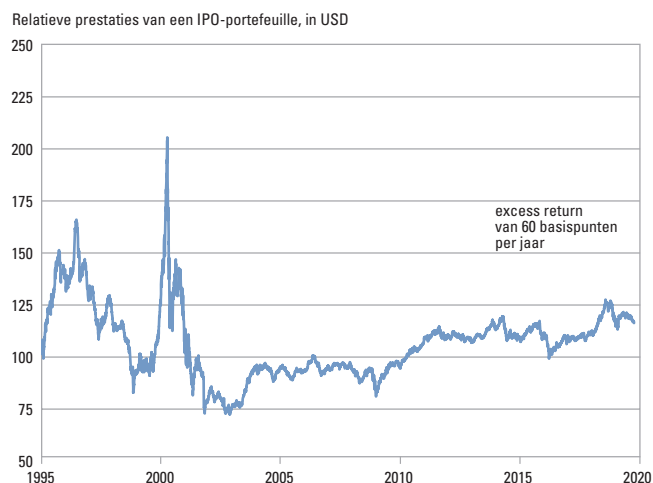
Positieve relatieve rendementen voor individuele emissies waren niet de norm in de eerste 36 maanden. Tijdens de hoogconjunctuur (1995 tot 2000) overtrof slechts 17 procent van de nieuwe emissies de Russell 3000 in de eerste drie jaar na de beursgang. In de waarnemingsperiode tussen 2001 en 2009 was het 43 procent van alle IPO's en 33 procent sinds 2010.



GOEDE OMZETTEN, WEINIG RENDEMENT

De omzetgroei van het eerste tot het derde jaar na de beursgang was de enige belangrijke variabele voor de driejarige outperformance van alle drie de emissieperiodes. Bedrijven waarvan de omzet snel groeide, behaalden betere relatieve performance dan vergelijkbare bedrijven met een tragere groei.

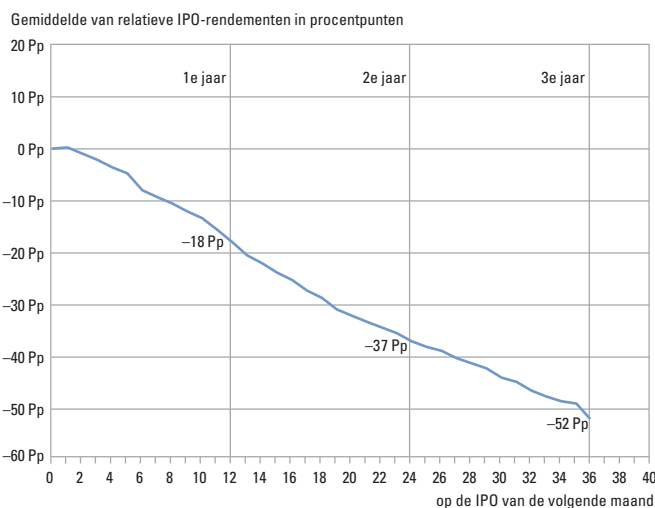
AFB. 1: PRESTATIES IPO-PORTFOLIO VS. RUSSELL 3000



Uitgaande van een investering van 100 Euro op elke IPO, heeft de IPO-portefeuille in de loop van de tijd beter gepresteerd dan de Russell 3000.

Bron: FactSet, Bloomberg, Goldman Sachs Global Investment Research; Stand: 04.09.2019

AFB. 2: KOERSRENDEMENT VS. RUSSELL 3000



Kijkend naar de mediaan, dat wil zeggen rendement, met de helft van alle IPO's eronder en de andere helft erboven, dan blijft de typische IPO enkele jaren achter.

Bron: FactSet, Bloomberg, Goldman Sachs Global Investment Research; Stand: 04.09.2019



De kans dat bedrijven met een jaarlijkse omzetgroei van meer dan 20 procent beter presteren dan de Russell 3000, is sinds 2010 groter dan bij IPOs met een tragere groei.

Veel van de nieuwe beursgenoteerde bedrijven leden in de jaren na de beursgang verlies. Winstgevendheid in het eerste jaar van de beursgang had geen significante invloed op de waarschijnlijkheid van outperformance in de eerste 36 maanden. Met andere woorden, verliezen in het eerste jaar werden niet gestraft door de beleggers.

De winstgevendheid in het tweede jaar was daarentegen een belangrijke indicator voor de outperformance binnen de eerste drie jaar – althans voor beursintroductions in 2001 tot 2009 en sinds 2010. Voor beursgangen tijdens de Tech-boom speelde deze correlatie echter geen enkele rol. Ten slotte was in het derde jaar de winstgevendheid cruciaal voor de IPO om goed te presteren tijdens alle drie de cycli. Over alle periodes was 47 procent van de beursgangen, waarin een nettowinst in het derde jaar werd gerapporteerd, winstgevend.

Wat de relatieve waardering betreft, bestond er bij beursgangen tussen 2001 en

2009 een samenhang tussen de relatieve waardering van een beursgang en de waarschijnlijkheid van een outperformance in de drie daaropvolgende jaren. In deze periode was het minder waarschijnlijk dat een hogere bedrijfswaarde/omzetmultiplier in vergelijking met de S&P 500-mediaan tot een outperformance over drie jaar zou leiden. Dit resultaat kan te wijten zijn aan de terughoudendheid van beleggers na de irrationele uitbundigheid van de late jaren negentig.

EEN VRAAG VAN DE BRANCHE

Sinds het eind van de jaren negentig is de sector met het grootste aandeel op de emissiekalender verschoven van technologie, media en telecommunicatie (TMT) naar de gezondheidszorg (Health Care). Tijdens de Tech-boom in de periode van 1995 tot 2000 kwam 43 procent van de aanbiedingen uit de TMT-Sector. Sinds 2010 loopt de gezondheidszorg voorop met 34 procent van het aanbod – ten opzichte van TMT met slechts 19 procent. Historisch gezien hadden sectoren die het grootste aandeel aan IPO's hadden gedurende één cyclus het slechtste relatieve driejaars rendement ten opzichte van de Russell 3000.

De marktkapitalisatie op het moment van de beursgang ten opzichte van de S&P 500 mediaan was echter geen wezenlijke factor voor de latere prestaties. Op nominale basis steeg de gemiddelde marktkapitalisatie van een beursgang in de afgelopen 25 jaar en bedraagt deze momenteel 550 miljoen Amerikaanse dollar. Ten opzichte van de omvang van de aandeelmarkt is de gemiddelde IPO-kapitalisatie sinds 2009 dalende.

De leeftijd van het bedrijf ten tijde van de beursgang was ook geen significante indicator voor de relatieve prestaties in de navolgende drie jaren. De gemiddelde leeftijd tussen oprichting en beursgang van niet-TMT behorende aandelenemissies bedroeg in de afgelopen kwart eeuw ongeveer acht jaar. Techbedrijven bleven daarentegen steeds langer in particuliere handen. Hun gemiddelde IPO is gestegen van drie jaar in 2001 tot 13 jaar in 2018.

De in deze bijdrage weergegeven ideeën en afbeeldingen komen uit de publicatie "What matters for IPOs", gepubliceerd door Goldman Sachs Portfolio Strategy Research op 4 september 2019.

Economische kalender en bedrijfsnieuws oktober/november 2019



Maandag 21 oktober 2019

BBP Eurozone

Het statistiekbureau Eurostat publiceert bijgewerkte gegevens over de groei van het bruto binnenlands product in het tweede kwartaal van 2019 in de eurozone. In vergelijking met het vorige kwartaal steeg het BBP in het eurogebied (EU19) met 0,2 procent ten opzichte van het vorige kwartaal, in EU28 nam het eveneens met 0,2 procent toe.

Bron: Eurostat, <https://ec.europa.eu/eurostat/news/release-calendar>

Maandag 28 oktober 2019

Kwartaalcijfers Philips

Philips is wereldwijd leider op het gebied van gezondheidszorg, verlichting en lifestyle. Het hoofdkantoor is gevestigd in Amsterdam. Philips informeert over de bedrijfsresultaten van het derde kwartaal 2019. In het boekjaar 2018 steeg de omzet met vijf procent naar 18,1 miljard euro, terwijl het bedrijfsresultaat (EBITA) met bijna tien procent steeg tot 2,4 miljard euro.

Bron: Philips, <https://www.philips.com/a-w/about/investor/events.html>

Woensdag 30 oktober 2019

Producentenvertrouwen Nederland

Het Producentenvertrouwen geeft de stemming aan onder de ondernemers in de Nederlandse industrie. De indicator is samengesteld uit drie deelindicatoren uit de Conjunctuurenquête Nederland: de verwachte bedrijvigheid in de komende drie maanden, het oordeel over de orderpositie en het oordeel over de voorraden gereed product. Het producentenvertrouwen is een "leading indicator" en geeft belangrijke informatie over het conjunctuurverloop.

Bron: CBS, <https://www.cbs.nl/nl-nl/rekenen/producentenvertrouwen>

Consumentenprijsindex Duitsland

Het Duitse federale statistiekbureau publiceert de definitieve consumentenprijsindex inclusief de geharmoniseerde consumentenprijsindex (HCPI) voor oktober 2019. Beide beoordelen de prijsstabiliteit in Duitsland en zijn indicatoren voor het meten van inflatie en veranderingen in koopgedrag.

Bron: Federaal Bureau voor Statistiek Duitsland, [https://www.destatis.de/SiteGlobals/Forms/Suche/Terminsuche_Formular.html?resourceId=245610&input_250582&page-Local=de&templateQueryString=verbraucherpreisindex&submit.x=0&submit.y=0](https://www.destatis.de/SiteGlobals/Forms/Suche/Termine/DE-Terminsuche_Formular.html?resourceId=245610&input_250582&page-Local=de&templateQueryString=verbraucherpreisindex&submit.x=0&submit.y=0)

BBP VS

Het Bureau of Economic Analysis (BEA) publiceert de eerste schatting van het Amerikaans bruto binnenlands product voor het derde kwartaal van 2019. In het tweede kwartaal is de Amerikaanse economie in vergelij-

king met het vorige kwartaal naar schatting met 2,1 procent gegroeid.

Bron: Bureau of Economic Analysis, <https://www.bea.gov/news/schedule>

Donderdag 31 oktober 2019

Kwartaalcijfers Royal Dutch Shell

Royal Dutch Shell is een Nederlands-Brits multinational en is een olie en gas supermajor. Het hoofdkantoor is gevestigd in Den Haag. Shell is actief in meer dan 140 landen en heeft wereldwijd ongeveer 81.000 werknemers. In het jaar 2018 behaalde Shell het beste resultaat sinds zes jaar: De winst steeg met 80 procent naar 23 miljard Amerikaanse dollar, de omzet lag met 388 miljard Amerikaanse dollar circa 27 procent hoger dan in het voorgaande jaar.

Bron: Royal Dutch Shell, <https://www.shell.com/investors/financial-calendar.html>

Kwartaalcijfers Zalando

De onlinekleding- en schoenverkooper Zalando presenteert de resultaten van het derde kwartaal van 2019. In het boekjaar 2018 behaalde Zalando een omzet ter hoogte van 5,4 miljard euro, dit komt overeen met een groei van 20 procent ten opzichte van het voorgaande jaar. De winst (aangepaste EBIT) bedroeg in 2018 173,4 miljoen euro.

Bron: Zalando, <https://corporate.zalando.com/de/investor-relations/finanzkalender>

PCE kerndeflator VS

Het Bureau of Economic Analysis (BEA) publiceert gegevens over de belangrijkste persoonlijke consumpties van Amerikaanse burgers in september 2019. De "Personal Consumption Expenditures Price Index" (PCE) omvat prijsveranderingen voor goederen en diensten, waaraan consumenten geld be-

steden. Seizoensgebonden producten, zoals voedingsmiddelen en energie, worden niet in de PCE-hoofindex opgenomen waardoor de berekening nauwkeuriger wordt. De PCE-deflator is een relevante en, vooral door de Amerikaanse Centrale Bank, zeer gewaardeerde inflatie indicator.

Bron: Bureau of Economic Analysis, <https://www.bea.gov/news/schedule>

Donderdag 7 november 2019

Consumentenprijsindex Nederland

Het Centraal Bureau voor de Statistiek (CBS) verzamelt en publiceert allerlei statistische gegevens van maatschappelijke en economische aard. De ontwikkeling van de consumentenprijzen (consumentenprijsindex, CPI) geeft de prijsontwikkeling weer van goederen en diensten die huishoudens aanschaffen voor consumptie. De consumentenprijsindex wordt maandelijks door het CBS berekend. De CPI is een belangrijke maatstaf voor de inflatie.

Bron: CBS, <https://www.cbs.nl/nl-nl/zoeken/?query=inflatie>

Donderdag 21 november 2019

Maandbericht beroepsbevolking

Het Centraal Bureau voor de Statistiek (CBS) publiceert maandelijks over de omvang van de werkzame en niet-werkzame bevolking. Het maandbericht rapporteert over de bevolking in de leeftijd van 15 tot 75 jaar en bevat gegevens over voltijdse, deeltijdse en werkloze personen. In het tweede kwartaal van 2019 bestond de Nederlandse beroepsbevolking uit ongeveer 9 miljoen werkenden (betaald werk) en 3,8 miljoen werkelozen.

Bron: CBS, <https://www.cbs.nl/nl-nl/publicatieplanning?id=20191121-maandbericht-beroepsbevolking>



ECONOMISCHE KALENDER

oktober/november 2019

ECONOMISCHE KALENDER

21 oktober 2019	EU, Bruto binnenlands product Eurozone
24 oktober 2019	EU, ECB, Persconferentie bijeenkomst Raad van Bestuur US, Inkomende bestellingen duurzame consumptiegoederen
25 oktober 2019	DE, Ifo Bedrijfsklimaat Index US, Consumentenvertrouwen UNI Michigan
29 oktober 2019	US, S&P/Case-Shiller huizenprijsindex US, Consumentenvertrouwen Conference Board
30 oktober 2019	DE, Werkgelegenheid DE, Consumentenprijsindex en HCPI NL, Producentenvertrouwen US, Bruto binnenlands product US, Rentebesluit FED
31 oktober 2019	DE, Detailhandelsverkoop US, PCE-deflator
1 november 2019	US, Inkoopmanagersindex (PMI)
5 november 2019	EU, Producent Prijs Index (PPI) Eurozone US, Handelsbalans
7 november 2019	UK, Rentebesluit BoE NL, Consumentenprijsindex
8 november 2019	DE, Handelsbalans Duitsland US, Consumentenvertrouwen UNI Michigan US, WASDE-rapport
11 november 2019	UK, Bruto binnenlands product
12 november 2019	DE, Economisch Sentiment
13 november 2019	DE, Consumentenprijsindex en HCPI
21 november 2019	NL, Maandbericht beroepsbevolking

BEDRIJFSNIEUWS

21 oktober 2019	DE, SAP kwartaalcijfers Q3 2019
22 oktober 2019	CH, Novartis kwartaalcijfers Q3 2019
24 oktober 2019	DE, BASF SE kwartaalcijfers Q3 2019 DE, Daimler kwartaalcijfers Q3 2019
25 oktober 2019	BE, Anheuser-Busch InBev kwartaalcijfers Q3 2019
28 oktober 2019	DE, Deutsche Börse kwartaalcijfers Q3 2019 NL, Philips kwartaalcijfers Q3 2019
29 oktober 2019	DE, Beiersdorf resultaat eerste 9 maanden 2019
30 oktober 2019	DE, Bayer kwartaalcijfers Q3 2019 DE, VW resultaat eerste 9 maanden 2019
31 oktober 2019	DE, Deutsche Bank kwartaalcijfers Q3 2019 DE, Zalando kwartaalcijfers Q3 2019 NL, Royal Dutch Shell kwartaalcijfers Q3 2019

COLOFON

UITGEVER

Goldman Sachs International
PIPG/Securitized Derivatives Netherlands
Peterborough Court, 133 Fleet Street
London EC4A 2BB
Tel: 08000-221864 (gratis)
Email: infomarkets@gs.com
Internet: www.gsmarkets.nl

Deze brochure heeft u gratis verkregen van de uitgever.

Alle rechten zijn voorbehouden. Kopiëren is alleen toegestaan na schriftelijke toestemming van de uitgever.

CONTACT

GRATIS HOTLINE

Nederland 08000-221864 (gratis)
Internet www.gsmarkets.nl
Email infomarkets@gs.com

