

U had nochtans moeten weten dat vorige zondag onze planeet jarig was en intussen precies 6020 jaar is geworden! Een Anglicaanse aartsbisschop had dit in 1648 immers al voor u uitgerekend. De Aarde werd in het jaar 4004 voor onze tijdrekening geschapen, meer bepaald op 23 oktober. Op een zondag dan nog om precies te zijn, net als in 2016.

Zoals u hebben ook wij hierover gerede twijfel, maar *James Ussher* stond in zijn tijd bekend als een serieuze wetenschapper en - voordat u al te smalend gaat doen over zijn doorwrochte berekeningen - vergeet ook niet dat Isaac Newton bijna tot dezelfde conclusie kwam, alleen situeerde hij de geboortedatum van onze blauwe planeet in het jaar 4000 v.C.

Waarschijnlijk betrapten we deze geniale natuur- (en vooral wis-)kundige tijdens een ongeïnspireerd moment of misschien moest hij dit wel schrijven om zijn postje als docent aan Cambridge te behouden. [ii](#)

Wat er ook van zij, dankzij de inzichten van Newton weten we nu dat we door de zwaartekracht niet zomaar van deze rondspinnende aardbol af kunnen springen, ook al zouden we dat af en toe wel eens willen. U houdt zich best enkel aan het advies van deze immer norske wetenschapper, maar u slaat zijn beleggingsadvies beter in de wind want hij verloor al zijn spaargeld (en dat was toch opgelopen tot een klein fortuin) in één klap in de *South Sea bubble*, een van de weinige echte financiële zeepbellen die zich in onze economische geschiedenis hebben voorgedaan. Het leidde hem tot de boutade dat hij wel de baan van hemellichamen kon voorspellen maar niet het koersverloop op de financiële markten. Inderdaad, dat laatste is veel complexer ...

We trekken hieruit een dubbele les. Enerzijds blijken we gekluisterd te zijn aan deze aardbol en kunnen we ons dus best van al instellen op een langdurig en voorspoedig verblijf. Dat betekent onder meer dat we alle economische en financiële parameters goed moeten leren inschatten en best op een realistische wijze omspringen met verwachtingen.

Gewoon slim zijn - zelfs zo geniaal als Sir Isaac - volstaat niet om snel rijk te worden. Onze doelstelling is trouwens van een meer bescheiden orde. Wij wensen enkel beleggingsvermogens (met een voorkeur voor de kleinere ...) welvaartsvast te maken. Niet alleen moet een beleggingsportefeuille zijn koopkracht kunnen behouden. Hij moet ook de economische vooruitgang kunnen weerspiegelen via het behaalde rendement op langere termijn. Wij willen hierbij ons handelsmerk maken van grondige voorafgaande analyses en voorzichtige maar decisieve conclusies.

Het is overigens te simplistisch om enkel oog te hebben voor ongelukkig afgelopen beleggingen om hieruit wat leedvermaak te puren, zoals we dat bij wijze van slecht voorbeeld zonet hebben gedaan met Newton. Wat er ook verloren moge zijn gegaan in uiteengespatte zeepbellen, crashes en mislukkingen van alle aard, het potentiële rendement dat verloren is gegaan door het niet benutten van geboden opportuniteiten overtreft dat in ruime mate.

Dat betekent ook dat we welafgewogen risico's op korte termijn niet schuwen om op langere termijn de nodige welvaartsvastheid te kunnen inbouwen. Het is maar al te gemakkelijk om tijdelijke en tussentijdse volatiliteit te laten doorwegen en de ogen gesloten te houden voor opwaarts potentieel. *Living is easy with eyes closed...*

Grafiek 1: evolutie van de voornaamste wereldbeurzen en de Europese langetermijnobligaties sinds 01-01-2012



De terugval van de koersen in januari 2016 ligt ons echter nog vers in het geheugen^[ii]. De compleet geanticipeerde toename van de Amerikaanse beleidsrente met 25 basispunten in december 2015 leidde alsnog tot een ontrafeling van de aandelenkoersen begin 2016. Vanzelfsprekend kennen we de nodige statistieken op ons duimpje: de S&P-index daalt *altijd* in de eerste drie maanden na de eerste rentestijging van de Fed. Maar die dalingen waren altijd beperkt en meer nog: na 1 jaar stond de index steeds hoger...

De dalingen in januari en februari van 2016 waren op zich dus niet zo uitzonderlijk, maar de diepgang van die terugval tijdens de eerste twee maanden was wel hoogst merkwaardig en enkel te wijten aan de overtrokken reactie op de (op dat moment eerder toevallig) toegenomen salariskosten in de VS. Onze oproep om van deze ontwikkeling gebruik te maken als een beleggingsopportunity werd echter overtroffen door het luide tromgeroffel van paniekzaaiers. Die hebben u intussen al een klein fortuin gekost...

Maar zelfs na deze (tijdelijke) paniecreactie lijkt de S&P op weg om de aloude statistiek te bevestigen. Lager na drie maanden, hoger naar 1 jaar ... Alleen met meer drama, deze keer.

Grafiek 2: evolutie van de S&P-prijnsindex sinds de jongste renteverhoging door de Fed



Het vermaledijde jaar 2016 behoort (helaas) nog niet helemaal tot de geschiedenisboeken. We verwachten ons nog aan een tweede verhoging van de beleidsrente, na de FOMC-meeting van 14 december. De kans daarop wordt momenteel overigens geschat op 80 % en bij ons weten heeft de Fed het nooit nagelaten om zo'n verwachting daadwerkelijk te bevestigen en het nodige te doen.

Op zich is dat helemaal niet erg, integendeel. Na 7 opeenvolgende jaren van economische groei in de VS (weliswaar aan een bedaard tempo) is het eerder verwonderlijk om nu nog zo'n lage beleidsrente te kennen en kun je beter proberen eventuele kwaadaardige ontwikkelingen op het vlak van inflatie vooraf te zijn, om een herhaling van het scenario van 2004 en 2006 te vermijden. Greenspan kwam toen gewoon te laat (uit vrees de economie onnodig af te koelen) en *fell behind the curve*.

Zoals dit ook had moeten gebeuren in 2015, zou ook de nakende renteverhoging geen schade mogen aanrichten op de aandelenbeurzen. Meer nog, de ervaring uit het recente verleden heeft duidelijk aangetoond dat de economische ontwikkeling niet van aard is om een acceleratie van de inflatie uit te lokken. De verwachte rentestijging van december 2016 zou vandaar eerder als een akkefietje moeten worden beschouwd en niet meer mogen worden dan een voetnoot in geschiedenisboeken.

Voor de aandelenbeurzen alleszins, maar voor de obligatiemarkten is zo'n conclusie toch wat minder evident. De huidige inflatie-indicatoren zijn weliswaar weinig onrustwekkend, maar ogen toch voldoende sterk om de extreem lage langetermijnrentetarieven in vraag te stellen. In de VS waren de rentevoeten op langetermijnoverheidsobligaties immers doorgezakt tot historisch lage niveaus, wat niet meer in overstemming te brengen valt met de huidige economische groeivoorzichten. De lichte opwaartse herziening van het Amerikaanse BBP, de steviger dan verwachte groeicijfers uit Groot-Brittannië (de brexit valt dus heus wel mee, zoals we altijd hebben voorgehouden), het groeiende vertrouwen in houdbare groeicijfers uit China, het herstel en de stabilisatie van de oliepijzen rond het (voorspelbare) niveau van \$ 50 en de (beperkte) verbetering van een aantal Europese economieën, stellen intussen de noodzaak van het extreem agressieve

beleid van de Centrale banken in vraag. De noodzaak tot monetaire stimulering blijft zonder enige twijfel bestaan, maar extremen zoals de negatieve rentevoeten op de langetermijnrente in Duitsland en de quasi- nulrente in andere landen vinden minder rechtvaardiging.

Ook naar ons aanvoelen en zeker volgens onze modellen dienaangaande waren de tarieven op langlopende overheidsobligaties van Duitsland, België en andere te ver doorgezakt, zodat een normalisatie zich opdrong. Deze recente ontwikkeling herstelt de rentetarieven tot een niveau dat wat meer in lijn komt te liggen met economische en demografische vooruitzichten in de geïndustrialiseerde landen.

De vrees voor een ontarding van de inflatie-indicatoren lijkt momenteel alleszins overtrokken. De beperkte opleving is vooral te wijten aan het recente herstel van de olieprijs en een bescheiden terugkeer van een aantal grondstoffenprijzen.

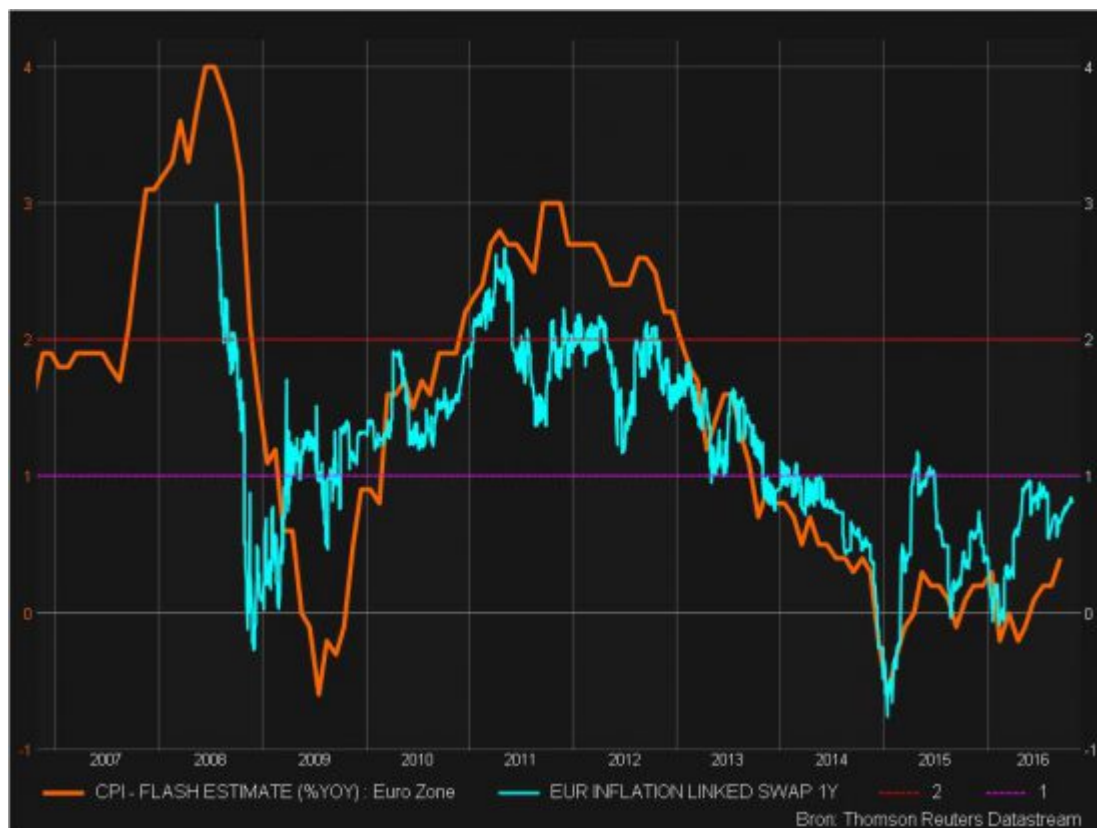
Grafiek 3: evolutie van de algemene inflatie en kerninflatie (ex. voedsel- en energieprijzen) in de VS



De Amerikaanse kerninflatie bevindt zich al geruime tijd in de buurt van het gewenste niveau van 2 %, terwijl de algemene index slechts een bescheiden stijging laat optekenen, wat de index terugbrengt tot zijn niveau van 2014. Beperkt maar toch genoeg om de waakzaamheid van de Centrale Bank op te wekken en de langetermijnrentevoeten weer te laten normaliseren.

Ook de (gerealiseerde) inflatie in de eurozone evolueert naar een normaler peil, maar uit de verwachte inflatie blijkt er alleszins geen enkele reden voor enige paniek. Het roept wel de vraag op of een negatieve langetermijnrente in Duitsland nog verantwoord is.

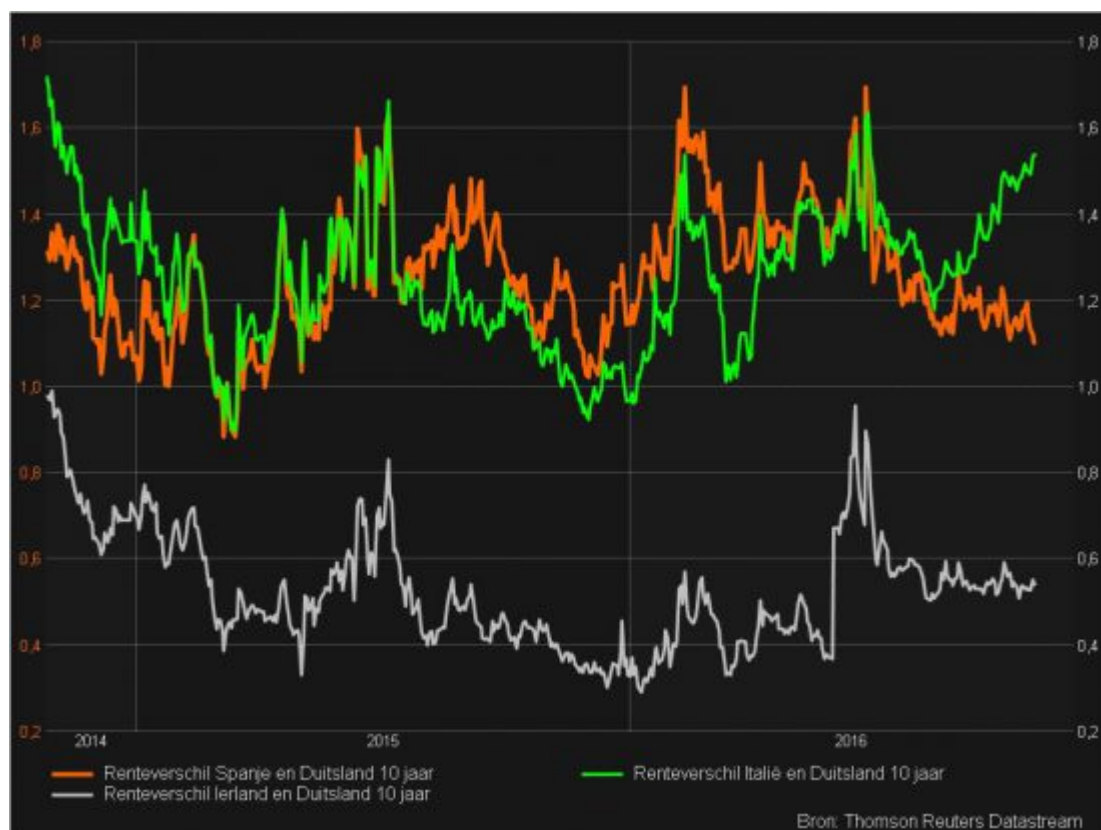
Grafiek 4: evolutie van de Duitse rente op overheidsobligaties (10 jaar)



Vandaar de verantwoorde opsprong van de langetermijnrente (en dito koersdalingen). Een gezonde beweging die het renteniveau van onze oosterburen meer in de buurt van onze modelschattingen brengt. Geen trendbreuk maar een normalisatie. We raden u overigens al lang aan om uit zulke obligaties weg te blijven.

Maar ook de Italiaanse (verder opgejaagd door het nakende referendum), de Spaanse en de Ierse rente veren hoger. Bij deze obligaties hebt u tenminste nog het voordeel van een positief lopend rendement. De Spaanse politieke situatie is intussen (tijdelijk) gestabiliseerd, wat het verschil in de evolutie van de rentetarieven tussen Spanje en Italië verklaart.

Grafiek 5: renteverskil tussen Spanje, Ierland en Italië met Duitsland (10 jaar)



We wandelen intussen verder naar boven via een kronkelend pad, dankbaar voor wat er geweest is, want zo zijn we nu eenmaal. Geduldig ook voor wat nog gaat komen en begripvol voor de tijdelijke hindernissen die ons alsnog voor de voeten zullen worden geworpen en dit in het volle besef dat we hoe dan ook ons lot nu al 16 jaar aan het tarten zijn.

Vergeet immers niet dat Newton en aartsbisschop Ussher niet zozeer op zoek waren naar de juiste scheppingsdatum van onze planeet, maar wel naar haar einddatum om de daaropvolgende Dag des Oordeels goed te kunnen timen. Je kunt maar beter goed voorbereid zijn als dat overmorgen blijkt te gaan plaatsvinden.

Omdat uit de letterlijke interpretatie van sommige Bijbelteksten bleek dat het de intentie van de Schepper was om deze verblijfplaats na exact 6000 jaar definitief op te doeken, was het dus maar zaak om de juiste scheppingsdatum te kennen. De berekeningen stelden hen en de goegemeente destijds gerust. Zij hoefden zich nog geen zorgen te maken. Wij intussen des te meer...

[i] Er gold destijds aan Cambridge (Trinity) namelijk ook de verplichting voor iedere aangestelde docent om religieuze teksten af te leveren. Misschien wil Newton er zich gewoon snel van af maken...

[ii] Vanzelfsprekend zijn we ook het debacle van 2008 niet vergeten. Zogezegde *voorspellers* van deze epische terugval nemen we overigens echter niet al te ernstig. De situatie dreigde weliswaar te ontaarden na de voorafgaande mislukte pogingen van de Fed om de omhoog spiraliserende looninflatie alsnog af te stoppen. Dat zou beursverliezen veroorzaken maar zeker niet in de orde van grootte zoals die zich hebben voorgedaan vanaf oktober 2008. De louter politiek geïnspireerde en op rancune gebaseerde weigering om, naast alle andere noodlijdende banken, ook Lehman Bros te redden, verraste ook de Amerikaanse Centrale Bank zodat totaal onvoorbereid een bank in falingsmoest gaan.