

Op pijnlijke wijze geconfronteerd met het besef dat ook deze keer geen enkele van onze goede voornemens de toets met de realiteit langer dan 15 dagen wist te doorstaan, hebben we de meest uitzichtloze dag van het jaar met enige moeite moeten doorspartelen. Hopelijk is het u beter vergaan maar het gebrek aan zonneschijn weegt weliswaar zwaar op ons gemoed maar wordt gelukkig gecompenseerd door de goede economische vooruitzichten die doorsijpelen en zich vertalen in wereldwijde topprestaties op de aandelenbeurzen. Dit terwijl we weten dat we ons nog geruime tijd kunnen opwarmen aan een terugblik over het voorbije jaar –indien dit nodig zou blijken wanneer dan toch eens een onvermijdelijke tegenvaller onze weg zal kruisen.

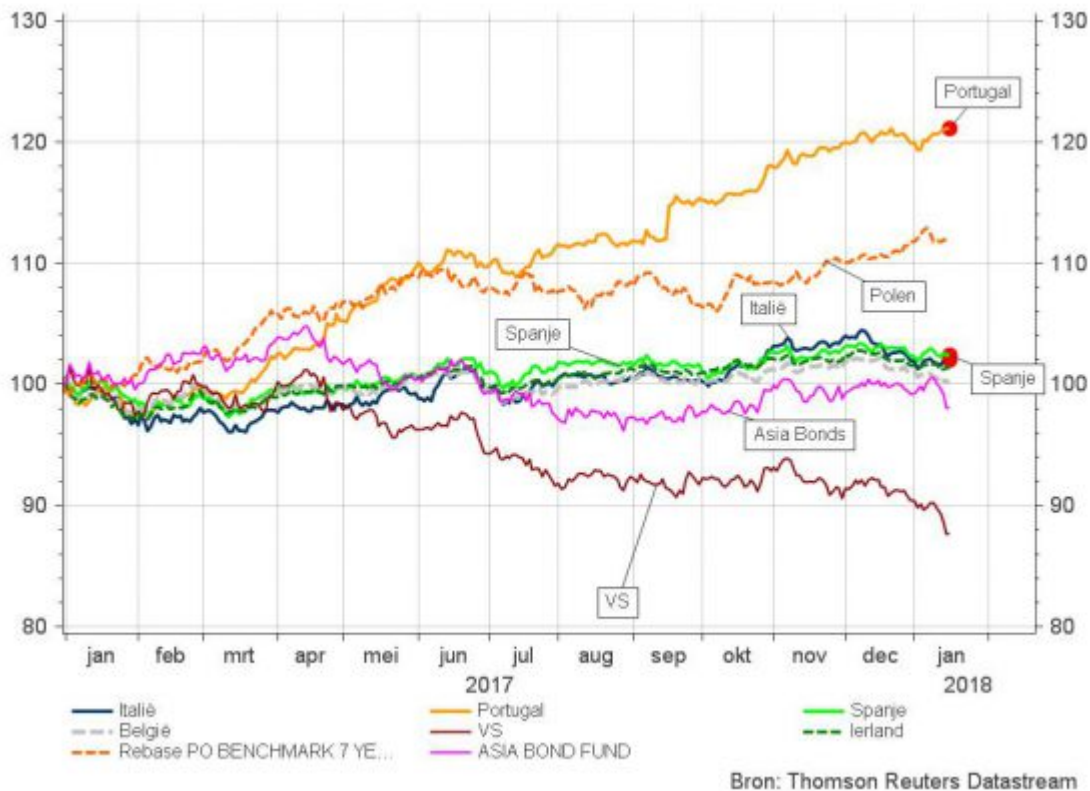
Grafiek 1: Evolutie van de wereldbeurzen sedert 01-01-2017: Returnindex in euro



In 2017 konden we merendeels de juiste accenten leggen in de beleggingsportefeuilles, met nadrukkelijke overwegingen in aandelen door specifieke geografische keuzes als Duitsland en India en gedurfde sectorale keuzes zoals technologie in het algemeen en robotica, (water- en) milieutechnologie en de veiligheidssector in het bijzonder. Dit geheel werd aangevuld met spittante individuele keuzes op basis van ons selectiemodel, dat is gebaseerd op de afweging tussen de kwaliteit van het aandeel en zijn waardering. In de obligatiemarkten gingen we resoluut voor Spaanse en Italiaanse inflation linked bonds, aangevuld met Poolse staatsobligaties en vastrentende waarden uit de Aziatische groeiregio's. Deze keuzes in Europa waren, zeker op dat moment, vrij controversieel.

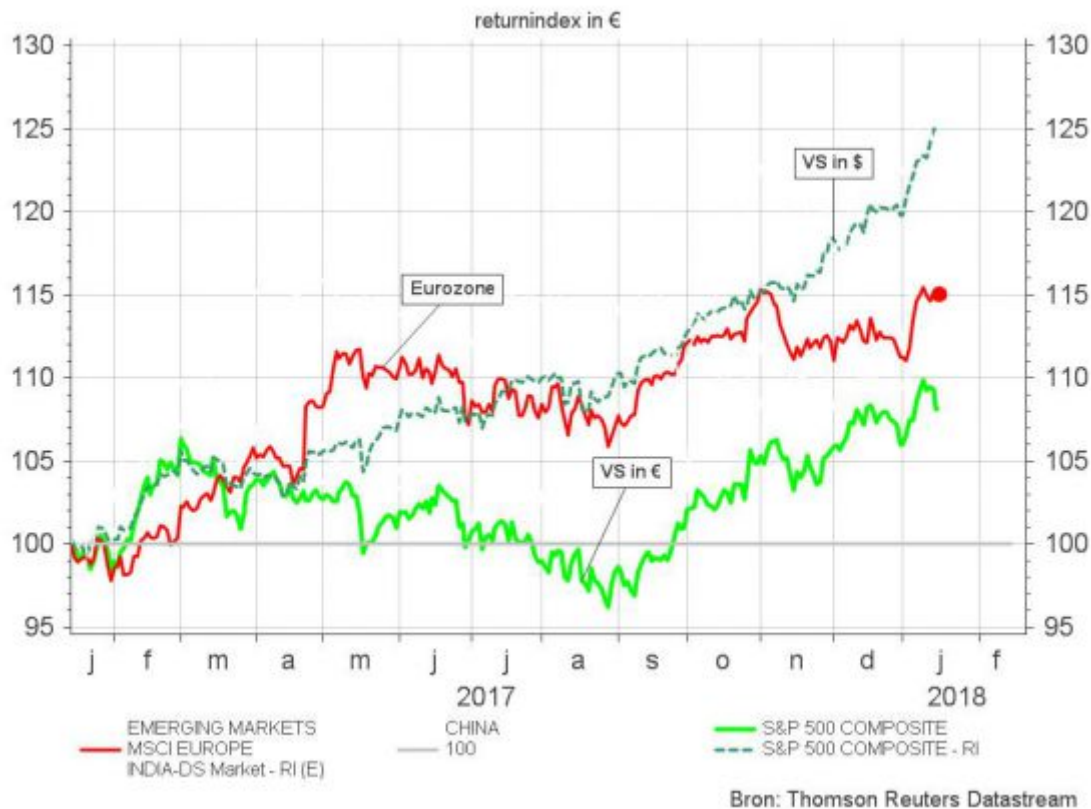
In een latere fase werd ook de positie in Portugese obligaties opgevoerd, nadat hun kredietrating voldoende was gestegen om aan onze investeringscriteria te voldoen. Allemaal absolute meevallers, behoudens de nulprestatie van Aziatische overheids- en bedrijfsobligaties en vanzelfsprekend de tegenvallende returns op (onderwogen) Amerikaanse obligatieposities die, niet zozeer door rentebewegingen maar door de tegenvallende dollarkoers, onderuit werden geschouffeld.

Grafiek 2: Evolutie obligatiekoersen sedert 01-01-2017 (returnindex in euro)



Deze onverwachte valutabeweging woog ook door de prestaties van Amerikaanse aandelen, die ondanks hun opsprong naar een ongezien hoog niveau toch een deel van hun winst moesten inleveren bij de omrekening in eurotermen. Het blijft hoe dan ook aangewezen om een overgewicht in Amerikaanse aandelen in portefeuille te houden, ondanks de recente capriolen van de wisselkoers, om een belangrijk aantal zeer unieke bedrijfsprofielen en de superieure technologiesector niet te missen.

Grafiek 3: Evolutie MSCI eurozone (returnindex in euro) in vergelijking met S1P index (returnindex, respectievelijk in euro



en in dollar)

De buiteling van de *greenback* levert ook ons kopzorgen. Aan het scenario dat een jaar geleden erg populair was, waarbij men uitging van een versteviging van de Amerikaanse wisselkoers omwille van de protectionistische koers van de nieuwgekozen president, hebben we nooit enige geloofwaardigheid geschonken. Tussen het “zeggen” van de president en het “doen” door een regering of het “toelaten” van een parlement, gaapt er in dit geval immers een diepe kloof.

Maar op een drastische verzwakking van de dollar ten opzichte van de euro waren we (net zoals trouwens de hele meute van professionele beleggers) niet voorzien. De meest gangbare verklaring voor de zwakte van de Amerikaanse valuta wordt gezocht in een combinatie van de wankele politieke positie van de president en de kracht van de herstelbeweging van de economie in de eurozone. Wat het eerste - moeilijk meetbare - element betreft, kunnen we alleen maar stellen dat wankele Amerikaanse presidenten, die worden afgevalen door Senaat of Kamer (en liefst beide) in het verleden tot de beste beursresultaten aanleiding hebben gegeven. Vraag ons niet waarom. Het is gewoon zo. Of dit kan doorgetrokken worden naar het (altijd erg erratische) gedrag van wisselkoersen, is dan weer een open vraag.

In ieder geval wordt 90 % van de bewegingen van de \$/€ wisselkoers verklaard door langetermijnrenteverschillen tussen de VS en de eurozone en deze indicator wijst pal in de tegenovergestelde richting van deze die de valutakoers nu per abuis is ingeslagen.

Het argument dat de economie in de eurozone beter zal presteren dan de Amerikaanse, is overigens onjuist. Ook in de VS wijst de industriële component op een substantiële (verdere) groeiversnelling, terwijl de OESO in haar meest recente prognose eerder een lichte vertraging van het Europese groeiritme vooropstelt. Daarenboven is het nog maar de vraag of de huidige opmars van de groeicijfers uit de reële economie, zich ook zal vertalen in haar financiële dimensie, met name in hogere langetermijnrentevoeten in de eurozone. Schuchtere pogingen in opwaartse richting worden immers snel afgeremd door het *quantitative easing*-programma van de ECB. Zolang de centrale bank de aankoop van obligaties niet afremt, kan de langetermijnrente niet substantieel toenemen. Vermits de doelstelling van de monetaire overheid (met name een

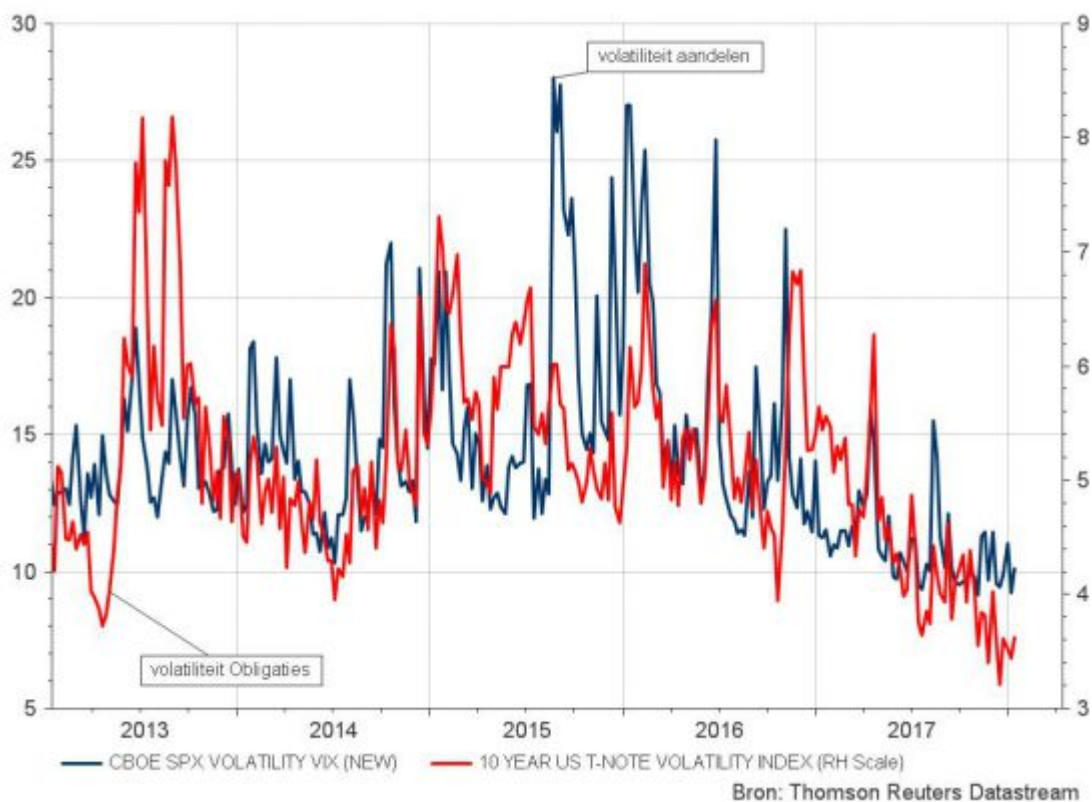
inflatieritme van 2 %) nog niet is bereikt, blijft deze rente dan ook laag in de eurozone, terwijl de obligatierente in de VS wel hogere regionen kan opzoeken en er vandaar eerder sprake moet zijn van een aantrekkende dollarkoers in plaats van de recent waargenomen beweging.

De enige verklaring die o.i. steek houdt, moet dan ook elders worden gezocht. Met name de substantiële verkopen van haar dollarposities door de Chinese centrale bank die hiermee tegelijk de kapitaalvlucht afschermt en zich van haar overtollige reserves in dollars kan ontdoen. Maar deze situatie lijkt nu gestabiliseerd zodat de Amerikaanse wisselkoers zowel ten opzichte van de yuan als de euro geleidelijk kan uitbodemmen en gradueel zal herstellen. We volharden dus in onze boosheid door het wisselkoersrisico van onze Amerikaanse aandelenpositie niet af te dekken, maar hebben anderzijds onderwogen positie in Amerikaanse obligaties (vooral geïnspireerd door de verwachte hogere rentetarieven in de VS).

Onze aandelenposities blijven wereldwijd overwogen met als voornaamste motivatie de lage stand van de langetermijnrentetarieven, de relatief hoge vergoedingen voor toekomstige beursschommelingen, de historisch lage volatiliteitverwachting en - last but not least - de groeivoet van de bedrijfsresultaten voor het komende jaar, die in de VS nog steeds met twee cijfers voor de komma dient te worden geschreven en zelfs in de zwakkere landen van de eurozone het niveau van de ondernemingswinsten substantieel hoger zal tillen. Meer nog: Italië en Spanje steken Duitsland zelfs nipt de loef aan wat betreft het groeiritme van hun (verwachte) bedrijfsresultaten en laat dat nu precies de drie goedkoopst gewaardeerde beurzen zijn ...

Opvallend is ook dat niet alleen de (verwachte) beursvolatiliteit zich op een historisch dieptepunt bevindt maar dat ook de verwachte schommelingen van obligaties, in dit geval de Amerikaanse langetermijnschatkistcertificaten, een absoluut dieptepunt hebben bereikt. Daarenboven wijst ook de scheefheidindicator (dat is een statistisch maatgetal waarmee de kans op een scherpe negatieve uitschuiver wordt gemeten) op het vooruitzicht van een zeer kalme zee.

Grafiek 4: Volatiliteit van obligaties (VS) en aandelen (S&P)



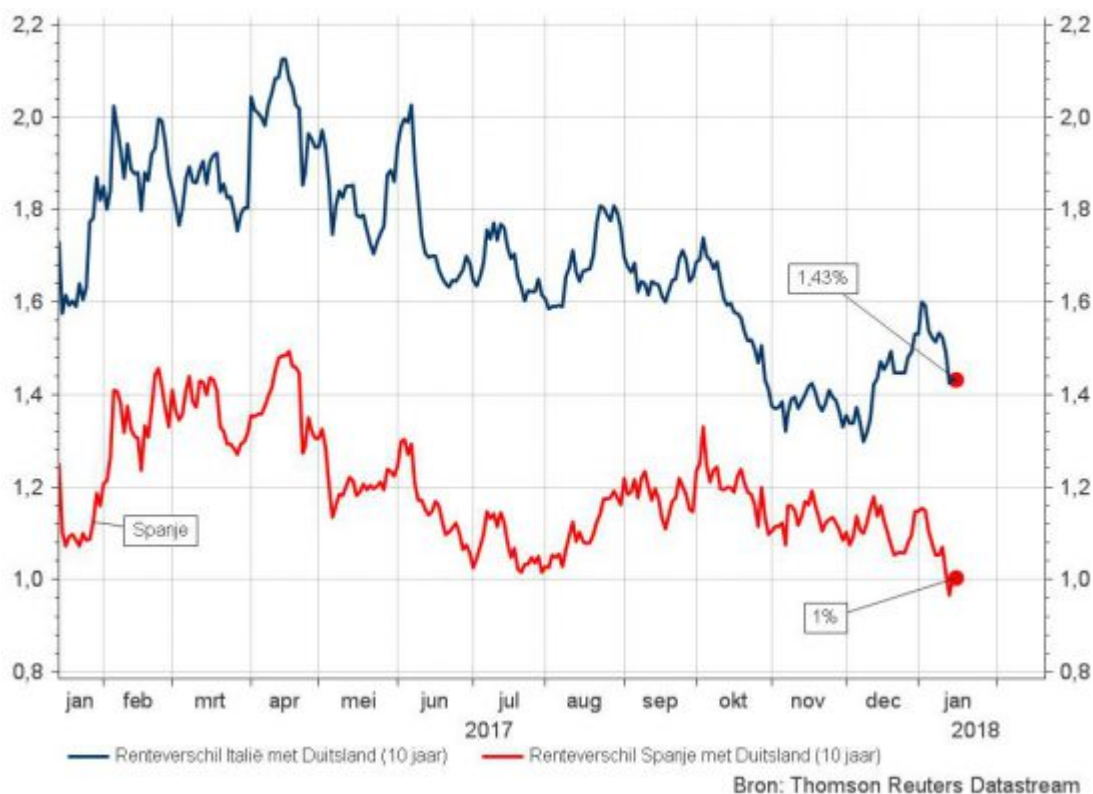
Intussen blijven we voor u de horizon afspeuren naar opkomende stormen en ontij dat het algemene en welverdiende geluk in beleggersland zou kunnen bedreigen. In de eerste plaats blijft de vrees bestaan voor een opwaartse loonspiraal in de VS waardoor de Amerikaanse centrale bank haar beleid zou moeten aanpassen en niet meer de voorziene 2 tot 3 verhogingen van haar beleidsrente moet doorvoeren, maar een veel agressiever tempo moet ontwikkelen waardoor de economie abrupt wordt afgekoeld en de vastgoedprijzen (kunnen) kelderen. Een dergelijk scenario is echter (totaal) niet voorzien in het huidige verwachtingspatroon. Meer nog, de futuresmarkt laat ons momenteel zelfs in dubio wat betreft een eventuele, derde verhoging van de beleidsrente in december 2018. Hieraan wordt momenteel een kans van 50 % toegekend. Over de verhoging met telkens 25 basispunten in maart en augustus (of september) bestaat echter een veel grotere consensus.

De Europese KT-rente heeft nog steeds geen ruimte voor een verhoging en blijft netjes gevangen tussen de reporente aan 0 % (waarmee de langetermijnrente laag wordt gehouden, zolang de inflatie niet in de buurt van 2 % is gekomen) en de depositorente aan -0,4% (waarmee banken worden afgestraft voor het aanhouden van liquiditeiten zolang de kredietgroei te precair blijft).

Een klassieke uitschuiver voor wereldbeurzen kan steeds worden gevormd door één of andere politieke bananenschil, zeker met regeringsleiders die zich - kost wat kost - willen profileren, maar ook hier lijkt de situatie eerder kalm, zeker nu Merkel haar positie terug zal kunnen innemen. Met Kim III, Trump en Poetin weet je nooit, natuurlijk.

De verkiezingen in maart in Italië kunnen misschien een terugkeer inluiden van het anti-Europees populisme dat ons in het voorjaar van 2017 nog enige vrees inboezemde (maar destijds door de Franse presidentsverkiezingen op de achtergrond werd verdrongen), vooral nu de Regenboogpartij zich bereid heeft verklaard om eventueel samen te regeren met een andere partij, zolang ze haar politieke agenda maar kan realiseren. Het renteverskil van Italië met Duitsland (net zoals in Spanje) is recent echter terug afgenomen, zodat het voormelde doemscenario momenteel minder bedreigend lijkt over te komen.

Grafiek 5: Renteverskil van Spanje en Italië met Duitsland (10 jaar)





De somberste dag van het jaar ligt al achter ons

Wij houden de situatie vooralsnog scherp in de gaten want hoe in het Italiaanse politieke moeras een koe een haas vangt, gaat ons voorspellingsvermogen te boven.

Zoals meestal zal de negatieve factor zich echter buiten het gezichtsveld van de waarnemers ontwikkelen om dan onverhoeds toe te slaan. We kijken er naar uit om ook dit monster voor u te verjagen met onze sterkste wapens: grondige analyse, realistische conclusies en een aangepaste dosis geduld.