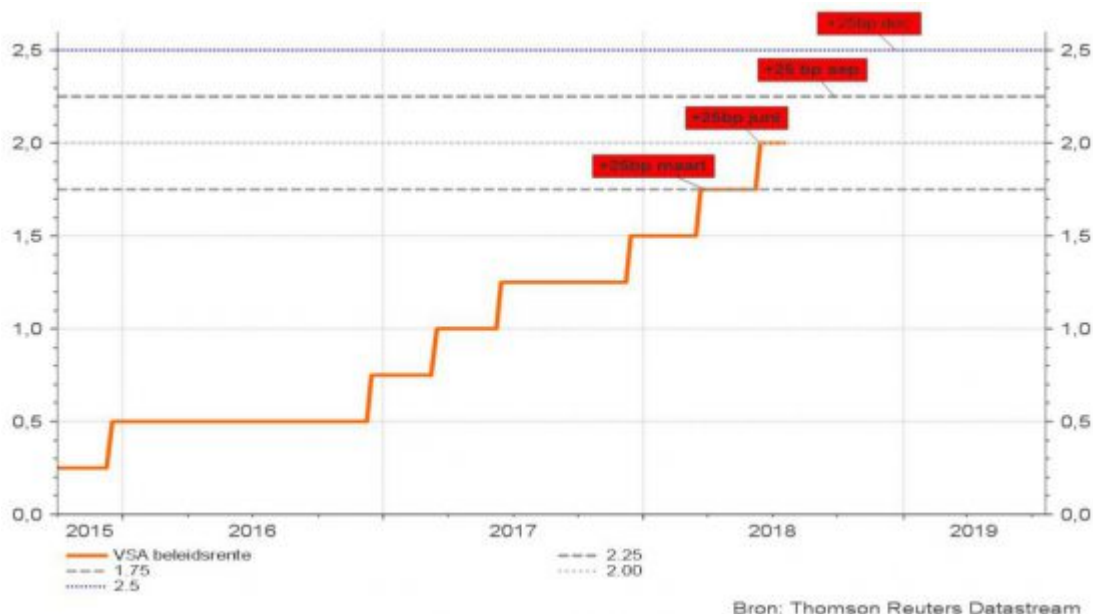


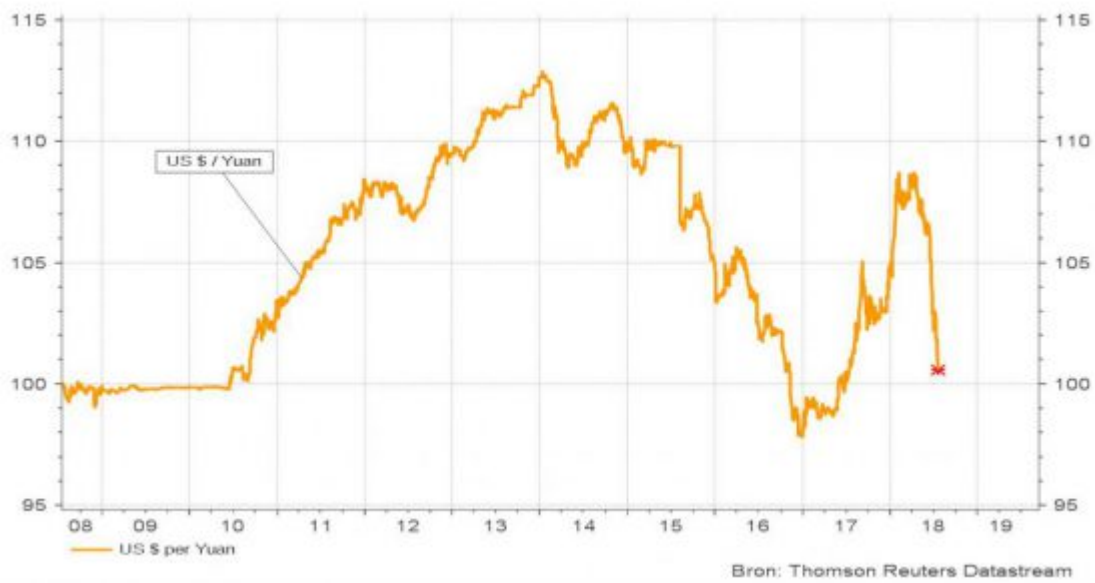
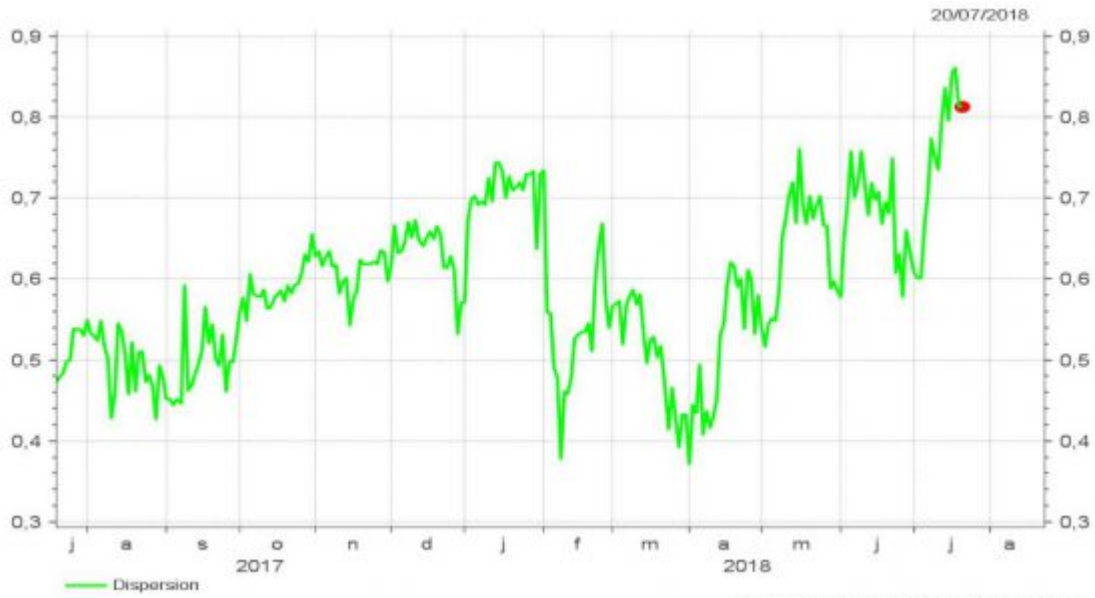
Vooral wanneer ze in deze volgorde staan en uit de pen vloeien van een econometist, zijn de volgende woorden erg gevaarlijk: *Deze keer is anders*.

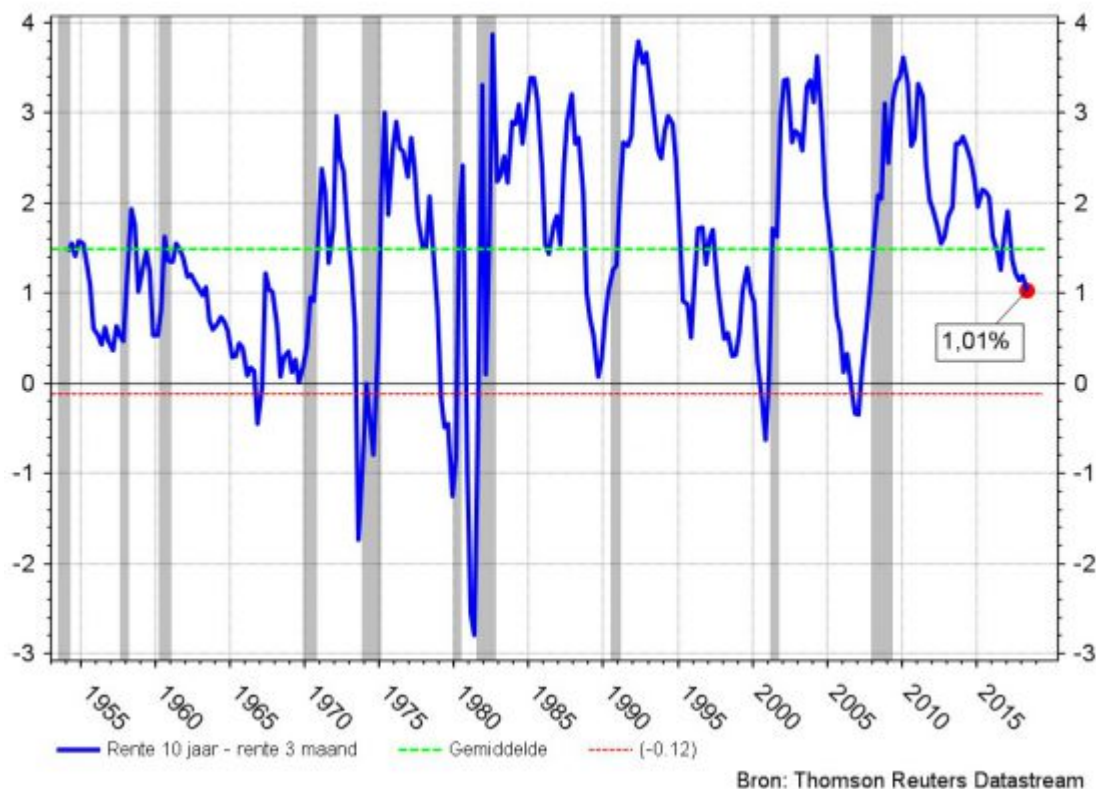
U bent dus gewaarschuwd want deze keer geeft de rentecurve volgens ons *niet* het signaal van een komende economische terugval. In het verleden was dat wel het geval, telkens wanneer de kortetermijntarieven in de buurt van de langetermijnrente kwamen. Iedere recessie sedert 1950 kon worden voorspeld op basis van het verschil tussen de rente op lange en op korte termijn, met slechts één vals signaal over deze nochtans zeer lange periode. Grootbanken op zoek naar duurzame kostenbesparingen krijgen hier meteen een hint: schaf uw macro-economische departementen rustig af en laat er nog één medewerker zitten om de rentecurve in de gaten te houden.

Klassiek meet de rentecurve het verschil tussen de rente op overheidsobligaties met een looptijd van 10 jaar en schatkistpapier op 3 maand, waaruit een treffende voorspellingskracht is gebleken over de conjunctuurfase die mag worden verwacht binnen 2 tot 3 kwartalen.

Grafiek 1: Rentecurve VS, gemeten als het verschil tussen de rente op 10 jaar en 3 maand







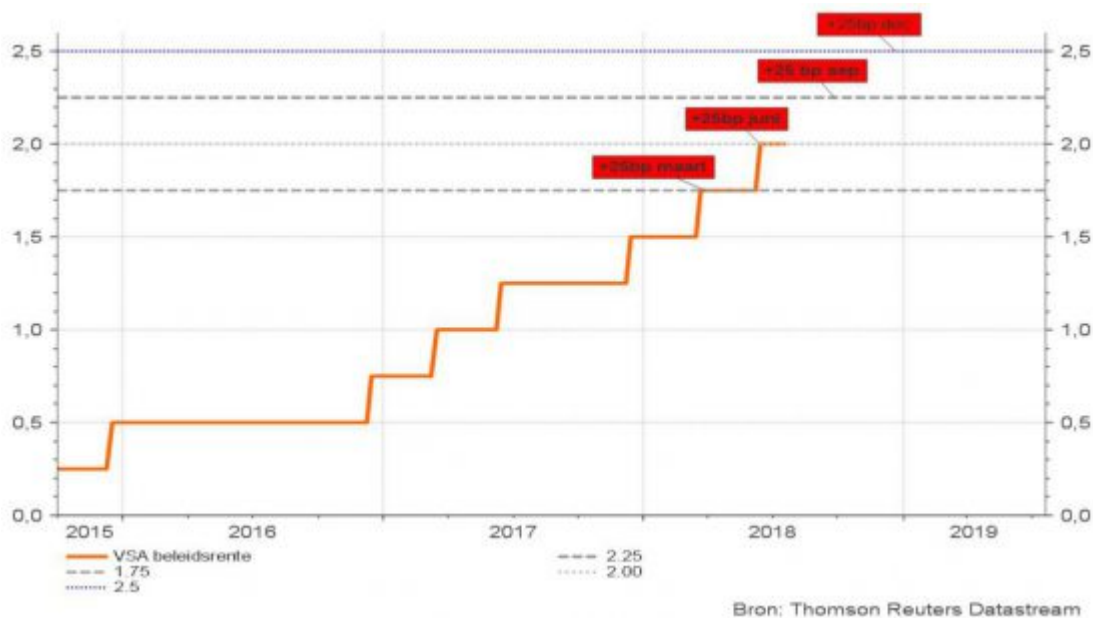
De grijs gearceerde zone duidt een recessieperiode aan.

Deze prognosekracht was reeds in het begin van de jaren '80 van de vorige eeuw bekend en bleek (véruit) de meest betrouwbare indicator over toekomstige economische activiteit.

Wanneer de langetermijnrente onder het tarief op 3 maand duikt, kan met quasi zekerheid een recessie worden voorspeld. Vanzelfsprekend houdt ook de Fed de evolutie van dit renteververschil nauwlettend in de gaten en berekent ze hieruit zelfs de kans op de ontwikkeling van een nakende terugval van de economische groei. Maar ondanks de vrij vlakke structuur schat de Amerikaanse centrale bank de kans op een substantiële economische terugval in 2019 slechts op 12. Meer nog, de voorzitter van de Fed blijft de huidige sterke economische prestaties benadrukken en baseert zich hierbij op de recente ISM-conjunctuercijfers, de krachtige arbeidsmarkt en de (indrukwekkende) stijging van de Amerikaanse bedrijfsresultaten. Maar ondanks deze ontwikkelingen blijft de inflatie binnen de perken (hier te verstaan als een niveau rond 2 %).

De huidige vlakke rentestructuur weerspiegelt dus niet zozeer de gestegen kans op een recessie maar is indicatief voor het vertrouwen van Amerikaanse investeerders in het beleid van hun centrale bank. Hierdoor kan de langetermijnrente zich systematisch op een lager niveau bevinden vermits ze geen risicopremie meer bevat voor een eventuele ontsporing van de inflatie. Wanneer tegelijkertijd de beleidsrente verder zal worden opgetrokken om de kortetermijntarieven meer in lijn te brengen met de sterke economische prestaties, dan zal de rentecurve een steeds vlakker verloop kennen zonder dat we hieraan enige negatieve gevolgtrekking moeten koppelen voor het toekomstige pad van de economie.

Grafiek 2: Verwachte pad beleidsrente in de VS

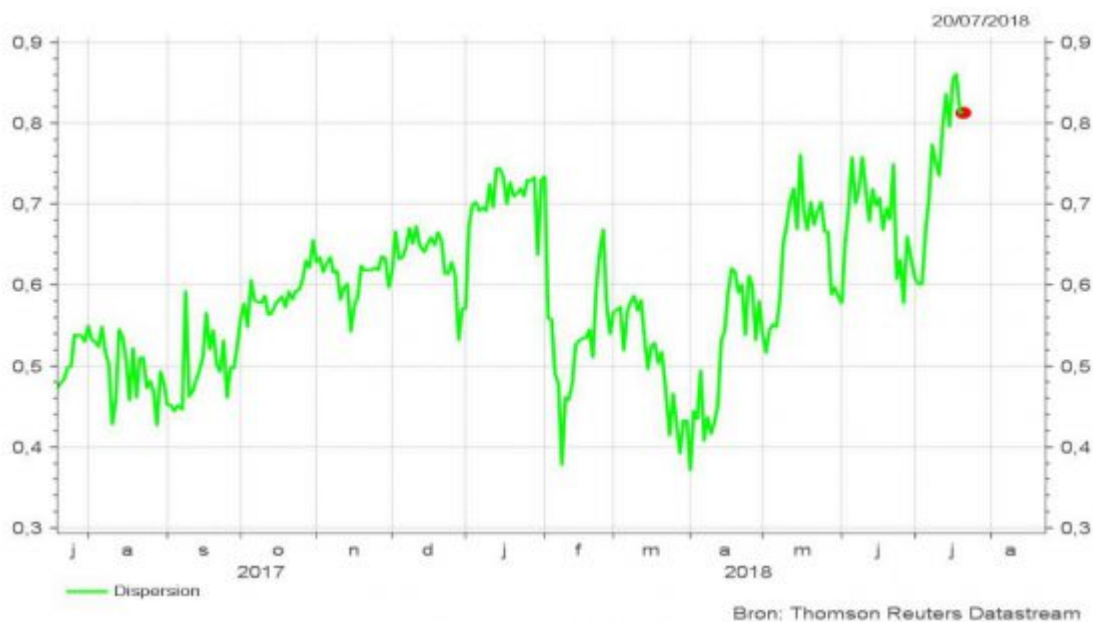


De kansen op een verhoging van de Amerikaanse beleidsrente nemen overigens in belangrijke mate toe. Een verhoging met 25 basispunten in september wordt momenteel als een zekerheid beschouwd, terwijl aan een gelijkaardige opsprong in december een kans van 2/3 wordt toegedicht. Enkele weken geleden bedroeg deze kans slechts 30 %.

Deze verwachte ontwikkeling contrasteert sterk met de ontwikkeling van de beleidsrente in de eurozone waar een stijging van de depositierente (nu op -0,4%) met luttele 10 basispunten, pas na september 2019 zal worden overwogen.

Zowel in de eurozone als de VS blijven de bedrijfsresultaten op indrukwekkende wijze toenemen, zij het tegen een jaarritme dat op het Nieuwe Continent dubbel zo hoog ligt als in het Oude. Maar ondanks onze euforie over de algemene ontwikkeling zijn we niet blind voor een onderliggend risico dat vooral van toepassing is op beleggingsportefeuilles die onvoldoende gediversifieerd zijn. De dispersie-index bevindt zich momenteel op een zelden gezien hoog niveau. Vermits met deze index het gemiddelde verschil wordt gemeten tussen de beste en slechtste individuele prestaties van aandelen, duidt dit op een sterk toegenomen risico dat zich realiseert bij een eventuele slechte keuze van individuele aandelen.

Grafiek 3 Dispersie-index: gemiddelde verschil tussen de beste en slechtste prestatie van aandelen

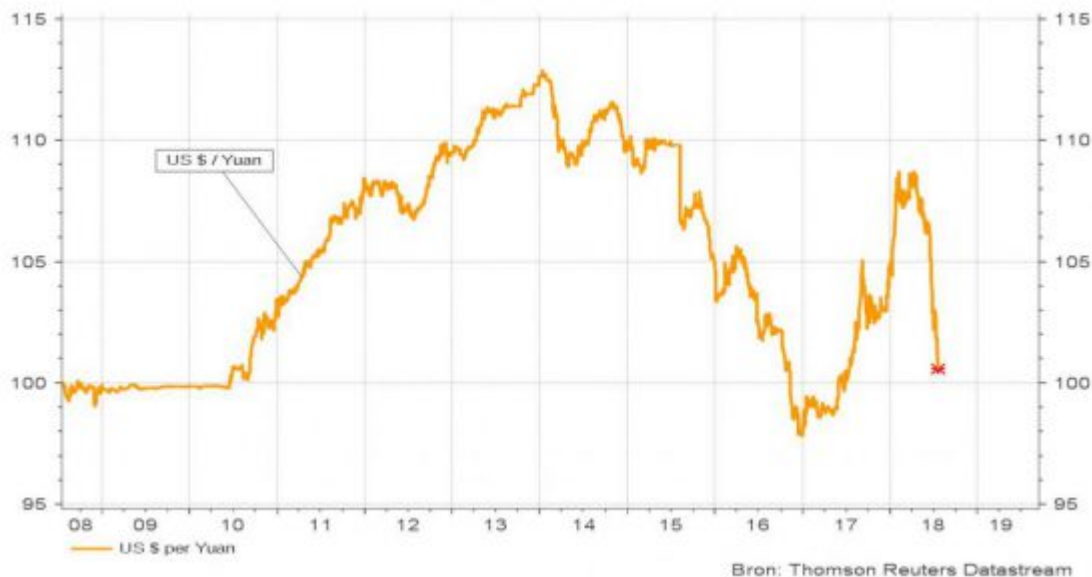


Wanneer voldoende breed gespreid wordt belegd, dan zal het diversificatie-effect dit risico terugdringen tot het gemiddelde niveau van volatiliteit van de beursindex, die overigens opnieuw een zeer laag niveau is gaan opzoeken.

Gelet op de lager dan verwachte langetermijnrente en de sterker dan verwachte gemiddelde bedrijfsresultaten zijn overigens de risicopremies in de eurozone verder toegenomen en zijn de Amerikaanse risicopremie ongeveer stabiel gebleven, ondanks een verdere toename van de beurskoersen. Omdat daarenboven ook de verwachte volatiliteit is afgenomen, kan deze combinatie tot niets anders aanleiding geven dan een verdere toename van de aandelenpositie in onze asset-allocatie.

We trekken de conclusies van ons asset-allocatiemodel echter niet voor de volle 100% door in de effectief toegepaste gewichten per assetklasse. Er is vanzelfsprekend enige terughoudendheid gelet op het potentiële gevaar van een (verdere) escalatie van het handelsconflict tussen de VS en China. De retoriek uit Beijing is echter recentelijk sterk van toon veranderd. In plaats van de rechtstreekse *tit-for-tat* strategie waarbij iedere opgelegde invoertaks op Chinese producten in de VS leidt tot een gelijkaardige heffing op Amerikaanse invoer, reageert de Chinese regering nu met enige terughoudendheid. Ze weet zich intussen te bedienen van een veel efficiënter verweermiddel waarmee de nadelen van de Amerikaanse heffingen op een beperkt deel van de Chinese export grotendeels worden gecompenseerd.

Grafiek 4: Wisselkoers US \$ versus yuan



Door de scherpe daling van de wisselkoers van de yuan ten opzichte van de US dollar wordt de exportpositie van China sterk verbeterd en worden de invoertaksen (méér dan) gecompenseerd door de koersdaling van de Chinese munt. De VS kunnen hier niet zoveel tegen doen omdat hun binnenlandse economische positie hen verplicht tot verdere rentestijgingen terwijl de Chinese interbancaire rente zelfs vrij substantieel is gedaald en vandaar een verdere daling van de Chinese munt in de hand werkt.

Onze strategische accenten blijven liggen op Amerikaanse aandelen (omwille van de sterke groeicijfers en het beperkte gevaar) en Europese waarden (omwille van hun relatief goedkope waardering), aangevuld met Indische en Chinese waarden uit de consumptiesector (zij het met verhoogd risico omwille van de gedaalde yuankoers). Groeilanden op zich nemen slechts een zeer beperkte waarde in onze portefeuilles, temeer omdat de koperprijzen verder zijn gedaald, wat meestal een indicator vormt voor het koersgedrag van aandelen uit deze groep.

We blijven vasthouden aan onze keuze van obligaties, die zich beperkt tot Spanje, Portugal en Italië. In beperkte mate aangevuld met Poolse staatsobligaties en Amerikaans schatkistpapier op korte termijn.