

Na een succesrijke militaire carrière (en we willen écht niet weten wat dat betekent) besloot de Pruisische generaal Von Bissing zich enkel nog toe te leggen op zijn sportieve ontplooiing. Hij slaagde er zo op 68-jarige leeftijd nog in om de tweede ronde van het Wimbledon-tennistornooi te bereiken [\[i\]](#).

U kunt dan ongetwijfeld 's mans knorrigheid begrijpen toen hij alsnog voor actieve dienst werd teruggeroepen om als generaal-gouverneur op te treden in een land dat moest bezet worden omdat het zo onbetamelijk was om zich tussen Duitsland en Frankrijk te situeren. Onder zijn toezicht [\[ii\]](#) werd het land systematisch kaalgeplukt [\[iii\]](#) en toen het uitzichtloze wapengekletter uiteindelijk dan toch verstomde, moest België ook al niet op veel compensatie rekenen [\[iv\]](#).

De horden Teutoonse barbaren die ons land in augustus 1914 overvielen, waren even overtuigd van hun militaire en culturele superioriteit als van het feit dat ze tegen Kerstmis terug thuis zouden zijn, met een vette oorlogsbuit op zak en een sliert medailles om later mee te pronken. Het liep anders.

Of wij tegen Kerstmis 2018 terug thuis zijn zullen zijn om er positieve beursresultaten onder de versierde dennenboom [\[v\]](#) te leggen, is evenmin zeker, verrast als wij waren door het blitzoffensief dat een ware veldslag op de wereldbeurzen inluidde. Er wordt nu al zes weken een bittere strijd uitgevochten voor iedere morzel grond maar ook al waren aanvankelijk de verliezen aanzienlijk, toch blijft de moraal van onze troepen uitstekend, zeker als we zijn van de eindoverwinning.

De pijnlijkste verliezen werden precies daar geleden waar ze het minst werden verwacht, namelijk bij de bedrijven die uitstekende resultaten konden publiceren en in de voorafgaande periode de meeste koersvoortgang lieten optekenen. Ondanks het feit dat nu meer dan 90 % van de S&P-bedrijven zijn resultaten bekendmaakte en hierbij de hooggespannen verwachtingen met gemiddeld 6,5 % oversteeg, maakten de financiële markten veel misbaar over de voorzichtig bijgestelde groeiverwachtingen voor het volgende kwartaal [\[vi\]](#) en speurden ze de gepubliceerde resultaten af, op zoek naar cijfers die konden wijzen op een mogelijke terugval in omzetgroei of marges.

De meeste bedrijfsleiders willen uit voorzichtigheid de spectaculaire groeicijfers uit het vorige kwartaal niet lineair doortrekken naar het komende kwartaal, hetgeen wat onzekerheid veroorzaakte over de koersniveaus maar dit is onvoldoende om tot een fundamentele herwaardering over te gaan, zoals die nu over de financiële markten uitrolt.

Het meest typische voorbeeld is het aandeel Apple dat weliswaar verraste met spectaculaire winstcijfers, die iedere prognose wegbleezen. De koers van het aandeel nam toch een frisse duik omdat bleek dat de omzetcijfers in de toekomst werden bijgesteld omwille van potentiële zwakte bij het komende pakjesseizoen en het feit dat de eenheidsverkopen van toestellen 1 % lager lag dan verwacht [\[vii\]](#). In historisch perspectief is de koerscorrectie op dit aandeel niet eens zo bijzonder en van aard om op termijn koopjesjagers aan te trekken, temeer omdat het bedrijf over aanzienlijke cash reserves beschikt, net zoals zijn iconische referentie-aandeelhouders.

Grafiek 1: Geïndexeerde koersontwikkeling van het aandeel Apple (op logaritmische schaal)



Bron: Thomson Reuters Datastream

Het antwoord op de vraag of de (licht) neerwaarts bijgestelde prognose voor het komende kwartaal enkel gemotiveerd is uit voorzichtigheid dan wel gebaseerd is op een effectieve terugslag van de Amerikaanse conjunctuur, kan alleen door de toekomst worden gegeven. Toch lijkt het aannemelijk dat de hoogconjunctuur waarin de VS zich nu al bijna een decennium bevindt, zich ook in het volgende kwartaal zal voortzetten. Meer nog: het vertrouwen van de Amerikaanse consumenten bevindt zich op een historisch hoogtepunt terwijl de salarismassa tegen een versneld tempo toeneemt. Dit valt alleszins moeilijk te rijmen met een neerwaartse bijstelling van de verwachte volumes in het nakende koopjesseizoen.

Grafiek 2: Consumentenvertrouwen in de VS en de eurozone

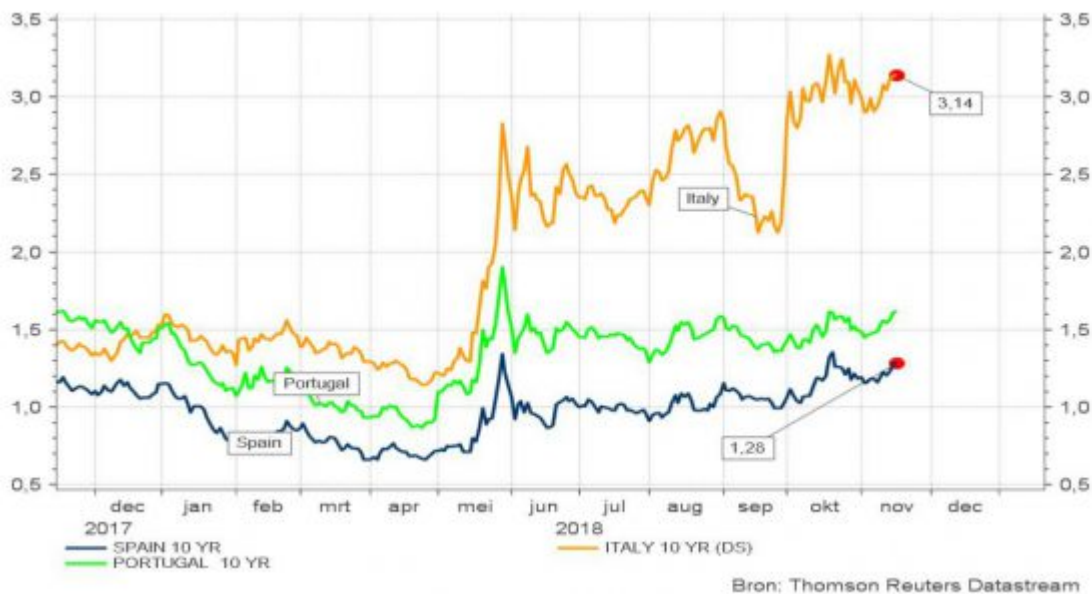


Het verzuurde klimaat op Wall Street spreidt zich intussen als een pandemie over de overige beurzen. Ook al omdat noch in Europa, noch in Azië enig positief economisch nieuws te rapen valt en het Oude Continent weer terug is vervallen in onderling gekibbel. De brexit-onderhandelingen gaan van kwaad naar erger waarbij het bijna onmogelijk wordt voor de premier om haar positie te behouden nadat de voorgestelde deal aan het parlement zal worden voorgesteld en/of binnen haar partij een vertrouwensstemming zal worden uitgelokt. Bijna onmogelijk ... want we moeten toegeven dat onze sympathie toeneemt voor deze vechtersbaas.

Anderzijds stijgen hierdoor ook de kansen voor de enige positieve afloop die dit verhaal kan kennen, met name de organisatie van een nieuw referendum waar deze keer hopelijk wel een meerderheidsverplichting per lidstaat van het VK zal worden ingebouwd.

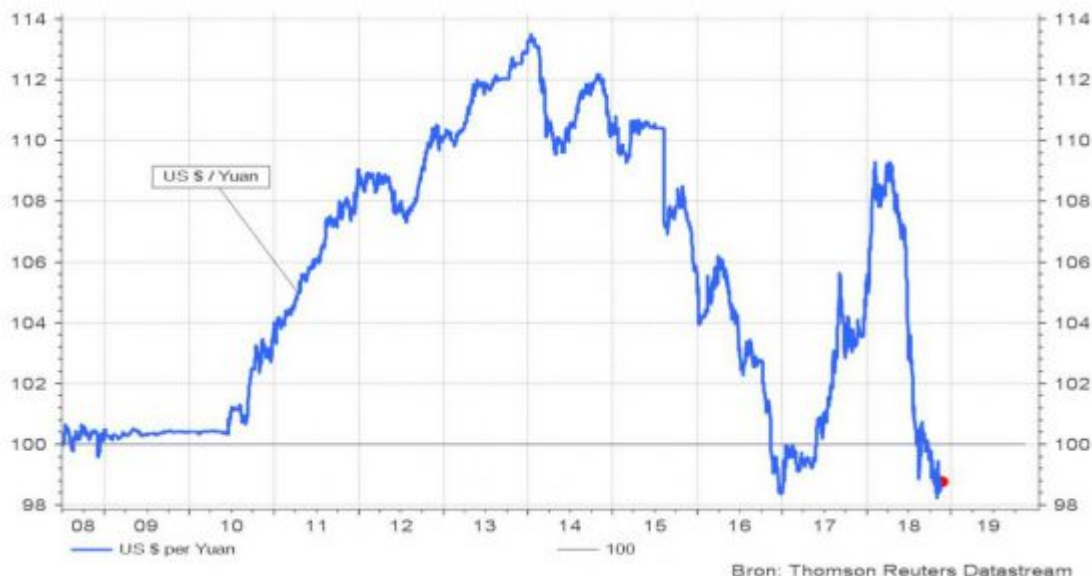
Terwijl de Duitse economie zowaar een krimp liet optekenen in het voorbije kwartaal (vooral omwille van technische redenen die zijn gerelateerd aan de autosector), zit de politieke situatie in Italië muurvast. Vanzelfsprekend gaat de zittende regering haar budgetvoorstellen niet zomaar laten vallen omdat er ver weg in het gehate Brussel een stelletje ambtenaren hiermee een probleem heeft. Integendeel, het cultiveert de karikaturen waar het electoraat verder mee kan worden verleid bij de komende Europese verkiezingen. Een oplossing kan (en zal naar alle waarschijnlijkheid) hier alleen worden gevonden door geleidelijke bijstellingen van het gewraakte budgetvoorstel.

Grafiek 3: renteverskil Italië, Spanje en Portugal met Duitsland (Overheidsobligaties 10 jaar)



De Chinese economie kreunt momenteel onder een veralgemeende terugval van de conjunctuurvooruitzichten. Zowel de diensten- als industriële sectoren kennen een terugval van hun verwachte groeiritme. De overheid tracht het tij te keren door het de banken te vergemakkelijken om krediet te verstrekken tegen goedkope tarieven, maar dit lijkt tot nu toe weinig impact te hebben. Begrijpelijk want zolang er geen einde aan het handelsconflict met de VS in het vooruitzicht kan worden gesteld, weegt dit zwaar op de investeringsplannen van lokale ondernemers. De structurele hervormingen die de Chinese overheid wil nemen om haar interne markt open te stellen voor buitenlandse producten, blijken tot nu toe zwaar onvoldoende voor de Amerikaanse onderhandelaars. Ondertussen zinkt de Chinese wisselkoers steeds verder weg met het (al dan niet bedoelde) resultaat dat de export van China naar de VS nog enigszins toeneemt.

Grafiek 4: Wisselkoers US \$ / yuan



Gelukkig werd over het afgelopen lustrum een stevige reserve aan beurswinsten opgebouwd, zodat we deze tijdelijke

terugslag kunnen absorberen en onze portefeuilles geleidelijk kunnen aanpassen aan de nieuwe economische omgeving.

Tabel 1: Vergelijking van de wereldwijde beursresultaten (returnindices in euro)

<i>Returnindices in euro</i>	<i>6 weeks</i>	<i>01.01.2018</i>	<i>5 years</i>
<i>S&P 500 COMPOSITE</i>	-4,00%	10,190%	100,340%
<i>MSCI INDIA E</i>	4,25%	-5,647%	77,355%
<i>MSCI WORLD E</i>	-4,54%	4,489%	68,504%
<i>HANG SENG</i>	0,03%	-4,395%	60,940%
<i>MSCI CHINA E</i>	-0,61%	-10,035%	60,404%
<i>Netherlands AEX INDEX</i>	-3,16%	-0,331%	56,410%
<i>FRANCE CAC 40</i>	-6,89%	-2,392%	38,290%
<i>SWISS MARKET (SMI)</i>	-2,24%	0,514%	35,860%
<i>MSCI BELGIUM</i>	-7,26%	-12,815%	33,597%
<i>MSCI EM E</i>	-1,08%	-7,856%	33,032%
<i>MSCI EMU E</i>	-5,81%	-5,871%	32,915%
<i>MSCI SWEDEN</i>	-8,36%	-4,974%	26,753%
<i>Germany DAX 30</i>	-7,27%	-12,107%	23,830%
<i>FTSE ALL SHARE</i>	-5,13%	-5,005%	22,830%
<i>MSCI NORWAY</i>	-7,19%	6,001%	19,232%
<i>MSCI BRAZIL</i>	8,71%	6,184%	17,300%
<i>MSCI RUSSIA E</i>	0,33%	11,485%	16,588%
<i>MSCI ITALY</i>	-7,19%	-10,151%	14,394%
<i>MSCI SPAIN</i>	-1,86%	-6,991%	12,688%
<i>MSCI MEXICO</i>	-17,63%	-13,832%	-17,370%
<i>MSCI ARGENTINA</i>	17,15%	-71,157%	-77,379%

Over de laatste 6 weken doken zowat alle beurzen (in eurotermen) in het rood, met uitzondering van India (dat is een planeet op zijn eigen), Argentinië (maar daar waren de aandelenkoersen in de voorafgaande periode al flink onderuit geschoven) en Brazilië (waar zich een specifieke politieke constellatie voordoet).

Sedert het begin van het jaar staan enkel de VS op fundamentele basis nog stevig in de groene zone. De aandelenbeurzen in Rusland, Noorwegen en Brazilië laten nog positieve cijfers optekenen om specifieke redenen. Een blik over de bereikte resultaten over de laatste vijf jaar laat toe om de recente ontwikkelingen enigszins te relativiseren, met stipnoteringen voor de VS, India en China.

De asset-allocatie die wordt toegepast op onze profielfondsen hanteert weliswaar enige toegenomen voorzichtigheid bij de bepaling van het aandelengedeelte. Maar dat is eerder gebaseerd op de toegenomen volatiliteit die het toegekende gewicht mechanisch (wat) doet verlagen tot ongeveer 55 % in het neutrale compartiment. De nadruk komt hierbij steeds meer te liggen op Amerikaanse waarden, waarbij Europese posities vooral aangehouden blijven omwille van hun goedkope waardering. Groeilanden krijgen nog steeds weinig of geen aandacht, behoudens India en (met de handrem op) China.

Het obligatiedeel werd recent aangevuld met posities in Scandinavische high yield, Spaanse en Portugese staatsobligaties, Italiaanse staatsobligaties met korte looptijden en Amerikaanse staats- en bedrijfsobligaties met telkens korte duratie.

De vieringen van de (voorlopige) wapenstilstand die 100 jaar geleden werd bereikt, liggen nu achter ons. Het onderzoeksgebied keert nu terug naar de kleine krans van ware aficionados van WO I, waartoe wij behoren. Iedere dag van onderzoek, literatuur of het afspeuren van tentoonstellingen brengt wel iets nieuws of verrassends. Vooral toe te passen ter ondersteuning van het gemoed tijdens periodes die door wanhoop getekend worden, zoals nu. Een recent voorbeeld: Tijdens een zoveelste speuroefening kreeg ik een brief te lezen van een Belgische frontsoldaat (toevallig uit mijn thuisstad) aan zijn begrijpelijk bezorgde ouders.

'Moederken,' zo schreef hij 'Gij moet niet denken dat wij schrik hebben van de kogels die om onze oren fluiten. Daarvan weten we dat ze al achter ons zijn als we ze horen.'

Van de fluitende kogels op beurzen moet u dus geen schrik meer hebben.

[i] Misschien is het daar dat Andrea Tafi zijn inspiratie haalde om op 52-jarige leeftijd deel te willen nemen aan de eerstvolgende Parijs-Roubaix?

[ii] De wijze waarop België op meedogenloze wijze onder de knoet werd gehouden, werd later als rolmodel gebruikt door het naziregime in de bezette gebieden.

[iii] België is deze kaalslag eigenlijk nooit te boven gekomen. Dit valt onder meer nog te merken aan de beursresultaten over lange periodes. België scoort daar bijzonder slecht in vergelijking met de meeste andere industriële landen.

[iv] Aan de onderhandelingstafel zat een vertegenwoordiger van het VK, die vond dat België relatief te weinig oorlogsslachtoffers telde, in vergelijking met Engeland en Frankrijk. Vooreerst bleken die cijfers onderschat maar anderzijds vooral toch het gevolg van de pertinente weigering van de Belgische legerleiding om deel te nemen aan de zinloze slachtpartijen die de Franse en Engelse generaals aan hun eigen soldaten oplegden. Die vertegenwoordiger was een zekere John Maynard Keynes.

[v] Een traditie die overigens teruggrijpt naar oude Germaanse gewoonten die hier hun ingang vonden tijdens de bezettingsjaren 1914-1918.

[vi] De winstprognoses voor het volgende kwartaal werden gemiddeld met 2% bijgesteld.

[vii] Ondanks het feit dat het bedrijf er al twee jaar op hamert dat de motor van hun bedrijfswinsten in het dienstverstrekkende onderdeel van hun activiteiten ligt, wisten de financiële analisten het helemaal niet te smaken dat Apple in de toekomst geen cijfers meer zal publiceren over de verkoopvolumes van hun iPhones, omdat dit gegeven steeds minder relevant is geworden voor de ontwikkeling van het bedrijf. Ongetwijfeld terecht, maar ook wat onhandig omdat hiermee onnodig twijfel wordt gezaaid en precies de aandacht wordt gelegd op het stabilisatie van de verkochte aantallen.