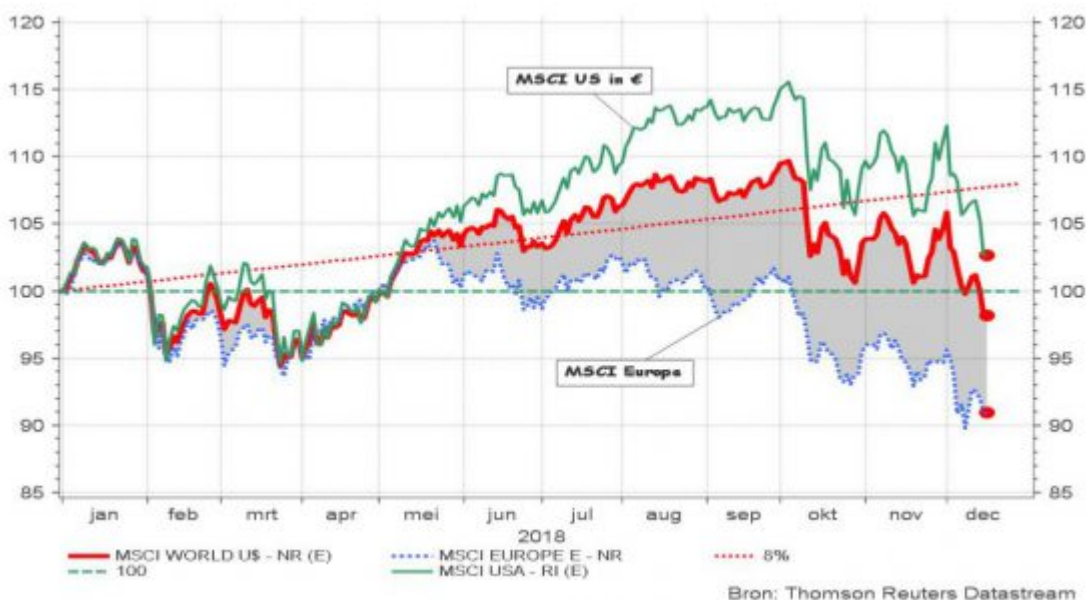


Tot dusver stond het jaar 536 van onze jaartelling geboekstaafd als de allerergste tijd om als mens rond te waren op deze planeet.

Het zonlicht kon een uit het niets opgedoken, mysterieuze, droge mist nauwelijks doorboren, waardoor de temperatuur kelderde en zelfs in augustus nog nauwelijks boven het vriespunt uitsteeg. De oogsten mislukten van China tot Ierland, zodat massale hongersnood de bevolking decimeerde. Tot overmaat van ramp stak de builenpest haar vreselijke kop op aan de grenzen met het Oost-Romeinse Rijk en ontwikkelde die zich snel tot een pandemie waardoor 100 miljoen zielen [ii](#) zich vervroegd aan de hemelpoorten aanboden. Naar de echte oorzaak van deze ongeziene rampspoed blijft het nog steeds raden. Het betere giswerk verwijst naar een meteorietinslag, een vulkaanuitbarsting in Midden-Amerika of in IJsland of - het meest waarschijnlijk - naar een ontplofte krater nabij Sumatra.

Maar met alle respect voor deze geseling, dit vergaat in het niets vergeleken met datgene wat wij in 2018 hebben moeten doorstaan. Wilde bewegingen op de financiële markten, ongeziene dispersie in de resultaten tussen bedrijven en sectoren maar ook tussen geografische zones. Uiteindelijk veralgemeend tot een globale daling van alle aandelen [iii](#), groot en klein.

Grafiek 1: evolutie van de Amerikaanse, Europese en wereldbeurzen sinds 01.01.2018. Return index in euro.



2018 was nochtans zeer beloftevol begonnen met een joekel van een januari-effect, maar verloor al haar winsten in de twee volgende maanden om zelfs diep in het rood te duiken op basis van een vermeende inflatieopstoot. Een hilarische vergissing, zo bleek het, waarna de beurzen flink herstelden en tegen de zomermaanden opnieuw recordhoogtes bereikten in de VS. Maar net toen de bedrijfsresultaten de verwachtingen nog overtroffen zakte de hele handel als een plumpudding ineen. De nochtans schitterende gerealiseerde bedrijfsresultaten werden overschaduwed door pessimistische bijstellingen van de verwachte ondernemingswinsten voor het laatste kwartaal van dit vervloekte jaar.

In tegenstelling tot het giswerk naar de oorzaak van de catastrofe van anderhalf millennium geleden zijn de redenen voor de huidige wereldwijde terugval beter gekend (maar daarom niet terecht): de rentecurve in de VS lijkt een signaal van een nakende recessie uit te zenden en het Chinees-Amerikaanse handelsconflict leidt tot grote onzekerheid waardoor investeringen worden ingehouden en de wereldgroei dreigt te haperen.

De kansen op de ontwikkeling van een Amerikaanse recessie zijn weliswaar enigszins toegenomen, maar met een werkloosheid van 3,7 % en ISM-indicatoren op een niveau dat de recordhoogte van de periode 2004-2005 benadert, lijkt de effectieve realisatie hiervan in 2019 of 2020 nog steeds eerder onwaarschijnlijk. Maar de kansen zijn wel gestegen tot 15 à 20 %.

Dat stemt niet overeen met de boodschap die men denkt te mogen afleiden uit de rentecurve. De laatste 40 jaar gaf het verschil tussen de langetermijnrente (10 jaar) en de rentevoet op 1 jaar bijna steeds een correcte indicatie. Voor een goed begrip: dit renteverskil is nu nog altijd positief, maar wanneer de rentecurve in het verleden effectief in het rood dook, volgde na drie tot vier kwartalen een recessie waarbij deze keer de kanttekening moet worden gemaakt dat de gevreesde economische terugslag zich pal in het midden van de presidentiële herverkiezingscampagne zou bevinden. Deze indicator gaf een beperkt aantal *false positives*, waardoor ten onrechte een recessie werd verwacht maar die zich niet realiseerde. Ook deze keer kan het anders zijn. De langetermijnrente is immers erg laag, zodat de kortetermijnrente veel sneller dan in het verleden in de buurt kan komen van de rente op 10 jaar. Mogelijks straalt het beperkte renteverskil eerder het vertrouwen uit in het beleid van de Amerikaanse Centrale Bank en het gebrek aan opwaartse kracht van inflatie. Wat er ook van zij, het maakt de beurzen zeer nerveus en houdt de professionele beleggers aan de kant tot er meer duidelijkheid komt over het toekomstige verloop van de economische indicatoren.

Het statistisch materiaal dat tot nu toe ter beschikking staat zou hen nochtans gerust moeten stellen, met inflatie-indicatoren die opvallend afzakken en de loonmassa die tegen een stevig maar houdbaar tempo aangroeit. Van hieruit valt geen speciale druk op de Fed af te leiden, zodat een agressief beleid waarbij het beleidstarief in 3 of 4 opeenvolgende stappen de hoogte wordt ingejaagd totaal onnodig blijkt. Nochtans was het een dergelijk scenario dat de beleggers eind september nog de gordijnen injoeg na de compleet ondoordachte uitspraken van de nieuw aangestelde Fed-gouverneur die hiervoor onmiddellijk terecht werd gewezen door de Amerikaanse president.

Gelukkig is Powell geen voetbaltrainer want die worden om minder de laan uitgestuurd.

De kansen op verdere stijgingen van de beleidsrente zijn intussen drastisch afgenomen. Een tweetal maanden geleden werden twee opeenvolgende verhogingen met 25 basispunten nog als een quasizekerheid beschouwd, met een realistische kans (> 50 %) dat in december 2019 nog een (fatale) derde stijging zou volgen. We hebben dit overigens altijd afgewezen als basisscenario voor ons beleid en dit niet ten onrechte, want er wordt nu enkel nog een 2/3^{de} kans gegeven aan het eenmalig optrekken van de rente bij de FOMC meeting van morgen.

In 2019 valt er zelfs geen rentestijging meer te bespeuren in de prijzen van de futures op kortetermijnobligaties. De vrees voor een onnodige afkoeling door een onverantwoord beleid van de Fed is dus weggeëbd maar heeft intussen plaatsgeruimd voor een scenario waarbij de economie uit zichzelf terugvalt. Vanaf januari 2020 neemt immers de kans op een rentedaling terug toe!

Precies hier wringt nu de schoen bij professionele beleggers want rentedalingen worden over het algemeen geassocieerd met recessies, ook al kan het deze keer betekenen dat de kans op een ontsporing van de inflatie dermate klein is geworden dat lagere rentevoeten terug mogelijk worden in de VS.

Een goede raad aan de Fed-gouverneur: Verhoog morgen de beleidsrente met 10 basispunten in plaats van 25. Zo houd je nog een slag om de arm in 2019 en hoef je nu geen zorgen te maken over een afkoeling van de economie door te agressieve stijgingen. Maar goed: met 25 basispunten kunnen we ook leven, mits een goede duiding en liefst geen stoerdoenerij zoals vorige keer. Wat missen we Jannet Yellen.

Genoeg Amerika. Nu elders. Alhoewel ook de globale analyse vooral vanuit de VS wordt bepaald. Niet alleen door de kans op een recessie maar vooral door de besprekingen die zouden moeten leiden tot een handelsakkoord tussen de VS en China. De grote Rode Reus heeft op middellange termijn alle baat bij een beter evenwicht in zijn handelsrelaties. Het almachtige politiebureau heeft in haar 2025-strategie dan ook competitieve neutraliteit vooropgesteld, bijna precies zoals het door de Amerikaanse onderhandelaars werd gevraagd. Vandaar ook het enthousiasme bij het heropstarten van de besprekingen. Dit enthousiasme werd echter snel de kop ingedrukt door de aanhouding van de CFO van Huawei.

Vanzelfsprekend zou een positieve ontwikkeling van dit conflict veel onzekerheid wegnemen, want een escalatie van het handelsconflict zal met grote zekerheid een flinke hap wegnemen uit de mondiale economische groei en dreigt de vrees voor een wereldwijde recessie verder aan te wakkeren.

Maar het voorlopige akkoord over het uitstel van de Amerikaanse invoertarieven gold voor 90 dagen. We verwachten geen fundamentele beslissingen vooraleer deze periode tot de laatste seconde zal zijn opgebruikt.

De Chinese indicatoren wijzen intussen op een verdere industriële groeivertraging maar ook op een opvering van de dienstensector. *So far, so good*, want dit past perfect in het vooropgestelde strategische plan van de Chinese overheid. De financiële markten schrokken zich afgelopen maandag echter een hoedje bij het verschijnen van de cijfers van de kleinhandelsverkopen, die zonder meer drastisch ontgoochelden en zich best niet herhalen.

In de eurozone is er weliswaar enig soelaas te vinden bij de herwerkte budgetvoorstellen van de Italiaanse regering, maar dit gebeurt tegen de achtergrond van een (beperkte maar onmiskenbare) economische vertraging. Niets alarmerend tot nu toe. In de eurozone zijn we dit intussen gewend, zodat ook Draghi de beëindiging van het QE-programma zonder al te veel commotie mocht aankondigen. Vrees voor een onmiddellijke stijging van de langetermijnrente zou hierbij sterk overdreven zijn. De economie is daarvoor vooralsnog te zwak terwijl de ECB-voorzitter niet sprak over de afbouw van de balans van de Centrale Bank. Of om in mensentaal datgene te vertalen wat hij niet zei: de aflopende obligaties in de obligatieportefeuille van de ECB worden vervangen door nieuwe emissies van (onder andere) overheidsobligaties uit de eurozone, zodat een opvering van de langetermijnrente nog een hele tijd kan uitgesteld worden.

Wat vang je aan met de asset-allocatie in dergelijke omstandigheden? We blijven onze huidige blootstelling aan aandelen behouden (37 % in een defensief profiel, 54 % in een neutraal profiel). Hierbij leggen we nog altijd de nadruk op de VS maar met een blijvende aanwezigheid in de eurozone omwille van de goedkope waardering. Het overige deel wordt met oog voor een voorzichtige dosering geïnvesteerd in Spaanse, Italiaanse, Portugese en Poolse staatsobligaties, aangevuld met Scandinavische bedrijfsobligaties met (lichte) bijkomende accenten in Nieuw-Zeeland en Canada.

Is dat daar een stofwolk aan de horizon? Is dat de cavalerie die op weg is om ons te ontzetten?

[i] Zowat de helft van de wereldbevolking op dat moment.

[ii] Voor wie toch op zoek is naar spectaculaire stijgingen, kan zijn gading vinden in Venezuela waar de aandelenbeurs dit jaar steeg met 42.000 %. U leest goed. Helaas devalueerde ook de lokale munt waardoor de koers een verlies van 95 % moest laten optekenen.