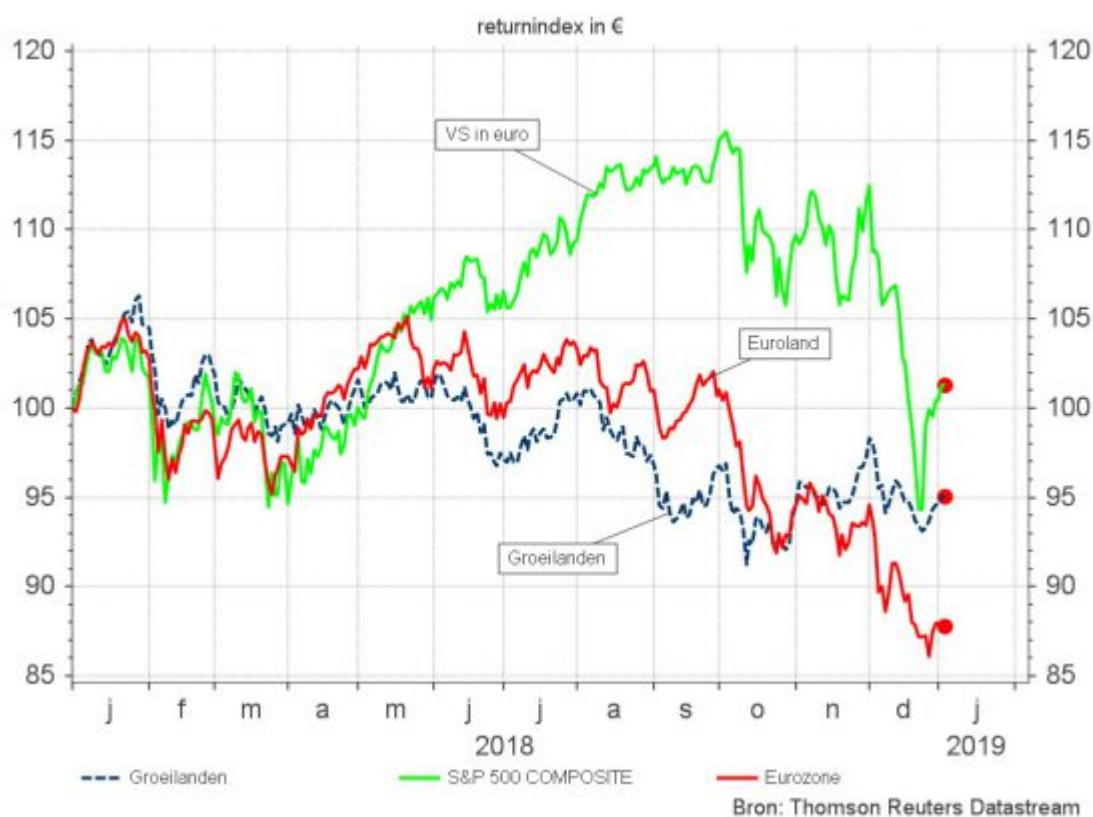


Wie destijds over 7000 schapen, 3000 kamelen, 500 span runderen, een ruime schare aan getrouw personeel en een kroostrijk gezin beschikte - allemaal in blakende gezondheid - had weinig redenen tot klagen. Dat deed de dankbare Job dan ook niet en hij vertaalde het geluk dat hem overkwam in rechtvaardig handelen en duurzaam beleid. Tot het vreselijke noodlot toesloeg dat zijn hele hebben en houden in rook liet opgaan en Job alles ontviel wat hem dierbaar was. Alleen een drietal oppervlakkige vrienden restten hem nog die 7 dagen en nachten wake hielden bij zijn ziekbed en zijn lot beklagden dat ongetwijfeld een straf was voor roekeloos gedrag en ondoordachte investeringen. 'Niks van,' schreeuwde hij uit. 'Iedere beslissing was zorgvuldig afgewogen met oog voor alle opties, rekening houdend met alle beschikbare informatie en concreet uitgewerkt met de beste modellen.' Zo verging het ook menig professioneel investeerder in 2018. Alle relevante aspecten uit de financieel-economische context werden in detail in kaart gebracht en zorgvuldig geanalyseerd.

Beperkte opwaartse druk op de langetermijnrente, een waakzame Fed en alerte ECB, in combinatie met stevige bedrijfsresultaten in de VS dreven tot diep in 2018 de koersen op de meeste aandelenmarkten hoger. Dat gebeurde weliswaar na een stevige terugval in het begin van het jaar, maar vanaf mei 2018 stoomde de Amerikaanse beursindices naar ongekende hoogtes, voortgestuwd door bedrijfsresultaten die hun (nochtans hooggespannen) verwachtingen ruim wisten te overtreffen.

De Centrale Bank moest weliswaar de beleidsrente een drietal keren optrekken, maar dit betrof slechts een volledig geanticiperde aanpassing van het renteniveau aan de opwaartse conjunctuurgolf. De Europese beurzen konden dit tempo echter niet volgen. Het economische momentum in het Avondland was immers beduidend zwakker en verhinderde een verdere opmars van de beurskoersen. De groeielanden moesten eveneens afhaken onder de druk van hogere Amerikaanse rentetarieven die hun muntkoers in gevaar brachten en vandaar inflatierisico inhielden.

Grafiek 1: Groeilanden, VS en eurozone. Beursevolutie over 2018 in euro, returnindex

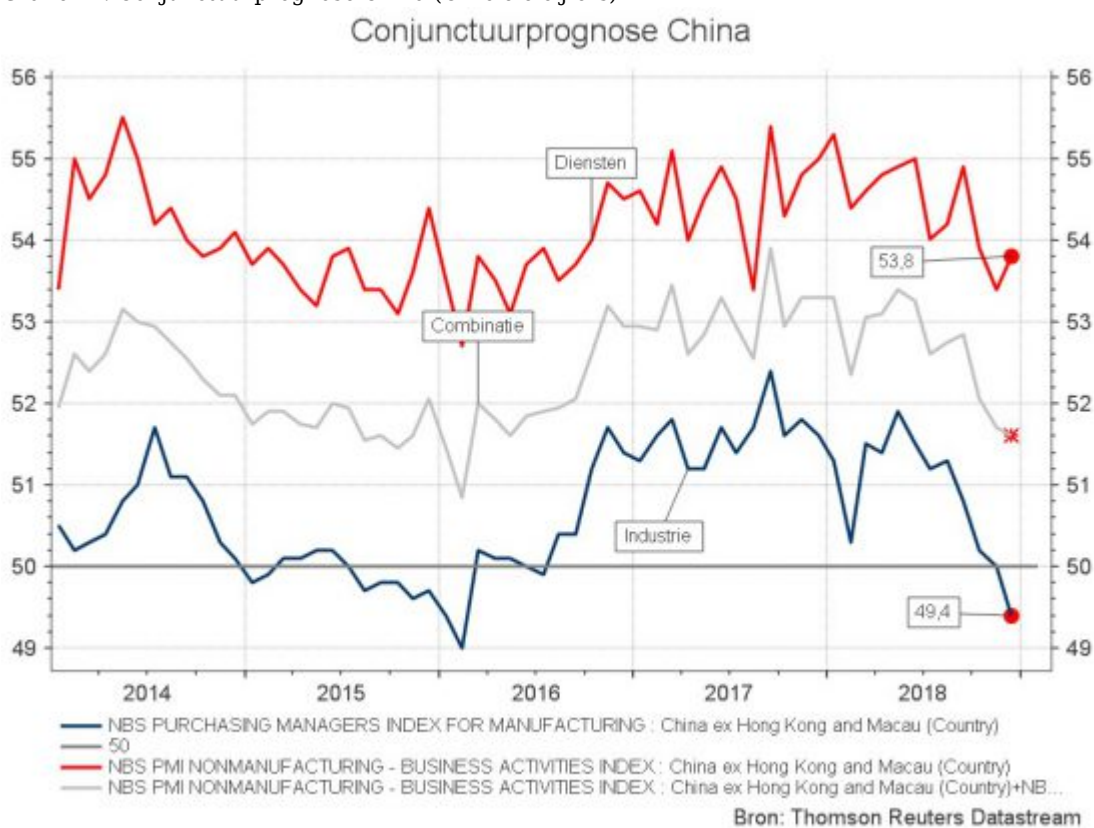


Vandaar ook onze overweging in Amerikaanse waarden, terwijl Europa - ondanks zijn verzwakkende conjunctuur - op zijn benchmarkgewicht werd gehouden omwille van de relatief goedkope waardering. Groeilanden werden sterk onderwogen,

met uitzondering van India en een aanwezigheid in China die zich beperkt tot consumptiewaarden. Van de Chinese industrie verwachtten we immers weinig inspiratie, grotendeels omwille van een potentiële escalatie van het Sino-Amerikaanse handelsconflict.

De handelsbesprekingen tussen beide economische reuzen worden eerstdaags terug opgestart. De eerste indicaties zijn hoopgevend maar de capriolen van de buitenissige Amerikaanse president maken iedere prognose over de afloop van dit conflict notoir onvoorspelbaar. De initiële buiteling van de aandelenmarkten op de eerste beursdag van 2019 hield eigenaardig genoeg ook een positieve boodschap in. De struikelsteen werd immers gevormd door de zwakke conjunctuurvoorspelling voor de Chinese industrie.

Grafiek 2: Conjunctuurprognose China (Officiële cijfers)



De Chinese overheid heeft immers intussen zowat alle klassieke middelen gebruikt om een verdere terugval van de industriële component van haar economie te vermijden. Het feit dat dit duidelijk niet lukt, zou haar vandaar meer inschikkelijk moeten maken voor de Amerikaanse eisen om het Chinese economische groeipotentieel op langere termijn te helpen vrijwaren. Gelet op de terugval van de Chinese wisselkoers en de hieruit resulterende verbetering van hun internationale competitiviteitspositie moet aan dit laatste een realistische kans worden gegeven. Vandaar dat de aandelenkoersen tijdens de loop van de eerste (en reeds gedenkwaardige) beursdag uiteindelijk toch een opwaarts pad kozen.

De winstwaarschuwing van de CEO van Apple na de beurssluiting zal echter het beursklimaat tijdelijk doen versomberen, ook al werd met een dergelijke onheilstijding ruimschoots rekening gehouden in de voorafgaande maanden waarin het steraandeel bij uitstek ruim 1/3 van zijn beurswaarde verloor [\[1\]](#).

Deze specifieke winstwaarschuwing ligt in het verlengde van de veralgemeende neerwaartse correctie van de verwachte ondernemingsresultaten voor het vierde kwartaal van 2018 en het eerste van 2019. Tot nu toe leek deze aanpassing wat

overdreven gelet op de sterke verkoopcijfers van diverse retailbedrijven in de VS die intussen bekend werden gemaakt. Dit leidde zelfs tot aanzienlijke koersverbeteringen tijdens de laatste beursdagen van 2018 maar de scherpte van de aankondiging van Apple doet opnieuw twijfel in de rangen sluipen. De sombere blik op de toekomst wordt echter grotendeels gestuurd door de onzekerheid over de afloop van het handelsconflict tussen de VS en China. Vandaar het grote belang van de besprekingen die op 7 januari terug worden opgestart.

Toch was dit aspect niet de belangrijkste aanleiding voor de recente afranseling op de wereldbeurzen. Vooral het nodeloos opgeklopte dispuut tussen de recent aangestelde Fed-voorzitter en de Amerikaanse president ontwrichtte de investeerders die bij hun beslissingen in belangrijke mate steunen op de onafhankelijkheid en de objectieve analyse van de Amerikaanse centrale bank. De dreigende taal van Trump aan het adres van Jerome Powell werd door de financiële markten alleszins niet in dank afgenomen.

Het is weliswaar zeker niet de eerste keer dat een president zich probeert te bemoeien met het beleid van de centrale bank^[iii] maar deze keer gebeurde het dermate expliciet dat tegelijk werd getwijfeld aan de onafhankelijkheid en de vakbekwaamheid van de Fed.

De verhogingen van de Amerikaanse beleidsrente waren tot nu toe terecht, maar wat betreft het toekomstige pad volgen we echter de kritiek van de president. De inflatie-indicatoren zijn immers allemaal sterk neerwaarts gericht zodat een verdere verhoging van de kortetermijnrente niet meer nodig lijkt. En zeker niet tweemaal in 2019, zoals de Fed-voorzitter liet uitschijnen. Hierdoor zou de rente op korte termijn zich (ver) boven de langetermijnrente gaan bevinden, wat als een quasi-zeker signaal over een komende recessie wordt geïnterpreteerd^[iiii]. Het huidige renteverskil is weliswaar bedreigend laag maar nog (net) niet negatief^[iv] en dat duidt enkel op de verwachting dat de rentetarieven in de VS hun top hebben bereikt en waarschijnlijk binnen een jaar terug wat kunnen afnemen omdat de strijd tegen inflatie tegen dan definitief zal zijn beslecht.

De financiële markten houden echter *geen rekening* met enige renteverhoging in 2019. De hoogste kans op een verhoging met 25 basispunten die we bespeuren, is pas ergens in september, maar die bedraagt slechts 17%. Tegen januari 2020 wordt de kans op rentedaling zelfs dubbel zo hoog ingeschat als op een stijging.

De markten zijn echter duidelijk getroebleerd door het vooropgestelde scenario van de Amerikaanse centrale bank die halsstarrig lijkt te willen vasthouden aan een opwaarts pad. De verwarring hierover werd nog (onnodig) kracht bijgezet door een aantal onhandige uitspraken van de Fed-voorzitter die tegelijk de beurzen ontwrichtten en de twittertoorn van de president opwekten.

Minister van Financiën Mnuchin (zowat de enige rationele mens die momenteel nog in het Witte Huis rondwaart) probeerde vervolgens de kalmte te herstellen door de vertegenwoordigers van de grote banken bijeen te roepen maar dat wekte nog meer argwaan. Pas nadat één van de Fed-gouverneurs (John Williams van de New York Fed) correcte duiding gaf, wisten de financiële markten hun evenwicht terug te vinden.

De Fed wil blijkbaar nog een slag om de arm houden wanneer de loonstijgingen alsnog uit de band dreigen te springen. Een dergelijk scenario is immers niet ondenkbaar gelet op de historisch lage werkloosheidsgraad.

De (te) beperkte stijging van de productiviteit en de afnemende conjunctuurverwachtingen laten bedrijven echter niet toe om ongebreideld in te gaan op de looneisen van hun werknemers, zoals dat in 2004 en 2005 wel het geval was. De centrale bank reageerde destijds veel te laat en wil deze fout geen tweede keer maken. De komende dagen zullen hierover meer uitsluitsel bieden, met de publicatie van nieuwe conjunctuercijfers, statistieken over de creatie van nieuwe jobs, het werkloosheidspercentage en (vooral) de stijging van de uurlonen die respectievelijk op donderdag en vrijdag worden gepubliceerd.

Het Europese Continent blijft intussen verder vechten tegen zijn oude demonen. Te grote afhankelijkheid van export naar de VS en (vooral) naar China en anemische interne consumptieve vraag, onder andere omwille van de beperkte demografische groei en de doorgedreven besparingen op overheidsuitgaven. Dit laatste als blijvend gevolg van de

bankencrisis van 2007-2008 en de existentiële crisis van de eurozone van 2011. Dit resulteert in een vertragende economische groei, die telkens op gang moet worden getrokken met expansieve monetaire politiek door de ECB. Maar met steeds minder resultaat. Vandaar onze sympathie voor de Italiaanse budgetvoorstellen die ook ruimte voorzien voor fiscale stimulansen. Maar Italië heeft dienaangaande niet zo'n beste reputatie ...

We gaven bij de meest recente Italiaanse crisis dan ook aan dat dit wel zou koelen na veel blazen. Aldus geschiedde nadat de budgettaire voorstellen die naar de EU vertrokken - na veel *parole* - netjes binnen het opgelegde keurslijf werden gebracht. Met een renteverskil van ongeveer 260 basispunten tussen Italië en Duitsland kunnen we ons voorlopig verzoenen.

De assetklasse waarvan we in 2018 helemaal niets verwachtten, bleek uiteindelijk nog de betere resultaten te kunnen voorleggen. We kozen destijds voor US Treasuries, Portugese, Spaanse en Italiaanse Overheidsobligaties en vulden dit (gedurfd) aan met Poolse en Aziatische obligatieproducten. Dat bleek uiteindelijk geen slechte selectie.

Grafiek 3: Evolutie Obligaties 7-10 jaar (returnindex in euro)



Consequente keuzes, een evenwichtige asset-alloctatie en goed doordachte beslissingen, gebaseerd op het best beschikbare cijfermateriaal bieden nog steeds de beste garantie op een degelijk beleggingsrendement op middellange termijn. Dit verzekert echter niet tegen plotse uitschuivers die op korte termijn het beleggingsresultaat (tijdelijk) kunnen vertroebelen, maar zorgen ervoor dat op lange termijn enkel die investeerders sterke beleggingsresultaten bereiken die ook bereid zijn in moeilijke periodes het nodige geduld en doorzicht te betonen.

Zo verging het ook Job. Ondanks een schier onophoudelijke reeks van tegenslagen en ongeziene rampspoed, bleef onze vastberaden protagonist trouw aan zijn beleggingsprincipes en werd hij uiteindelijk beloond met 14.000 schapen, 6.000 kamelen en mocht hij - als 140-jarige - nog mee maken dat het erg goed ging met de kleinkinderen van zijn kleinkinderen. Misschien was Steve Jobs er hier nog één van?

[1] Dit rakelt de onaangename herinnering op van het beursverlies van Apple in 2012 toen het aandeel bijna de helft van zijn waarde verloor maar nadien verviervoudigde om het in 2018 te schoppen tot het eerste aandeel met meer dan 1000

miljard \$ beurswaarde. Of het ook deze keer zo'n vaart zal lopen, zal grotendeels afhangen van de conversie van smartphoneverkoper naar dienstverstreker. De prognose over de omzet in de segmenten voor het eerste kwartaal van 2019 belooft momenteel overigens bijna 11 miljard \$, waardoor de waardering van het aandeel er vrij goedkoop begint uit te zien. Wij waren (relatief sterk) onderwogen in dit aandeel. Dit is niet uit scepticisme over de toekomst van Steve Jobs' erfenis maar wel omdat het aandeel een dermate hoog gewicht in diverse beursindices vertegenwoordigde, dat dit het investeringsbeleid overmatig domineerde.

[ii] Ook Ronald Reagan probeerde Paul Volcker destijds op andere gedachten te brengen. Maar met iets meer tact.

[iii] Als iedereen een recessie verwacht, dan komt die er ook. Een *selffulfilling prophecy*, het dat dan.

[iv] Er ontstaat pas een recessiesignaal wanneer de rente op 1 jaar meer dan 12 basispunten hoger staat dan de rente op 10 jaar.