

Alleen hij keek daar waar het moest. Niet zoals de andere leden van de onderzoekscommissie [\[i\]](#), die enkel gefixeerd waren op de beelden van de ontploffende Challenger Space Shuttle. Richard Feynman, naar alle waarschijnlijkheid de slimste mens die dan op deze aardbol rondwaarde, observeerde niet de raket maar wel de toeschouwers [\[ii\]](#) die massaal aanwezig waren op het Kennedy Space Center op 28 januari 1986. Tot zijn verbazing merkte hij opvallend veel wollen mutsen en gebreide sjaals. In onze streken is dat in de januarimaand niets speciaals, maar dat is het wél in Florida. De grote natuurkundige en Nobelprijswinnaar legde hierdoor snel een verband met een minuscule rubberen afsluiting die bij vrieskou uitzette en daardoor de gassen doorliet die de zevenkoppige bemanning noodlottig werden.

Je waant je dezer dagen ook wel op Cape Canaveral bij de voorbereiding van de lancering van meerdere raketten. De aftellingsprocedure is alleszins ingezet naar de deadline van 1 maart voor het bereiken van een handelsakkoord tussen de VS en China, terwijl ook de datum voor het definitieve startschot van een effectieve brexit, in harde of zachte vorm, akelig dichtbij komt. Iedere dag was ook het aftellen geblazen naar nieuwe publicaties over de bedrijfsresultaten van grote Amerikaanse ondernemingen of een zoveelste kengetal, dat ons meer inzicht moest brengen over de economische ontwikkeling, de werkgelegenheid, de inflatie of de loonontwikkeling. We tellen ook af naar het de start van het nieuwe wielerseizoen...

Of iedere komende lancering succesrijk zal zijn, kan alleen de toekomst uitwijzen maar we werpen graag een blik vooruit.

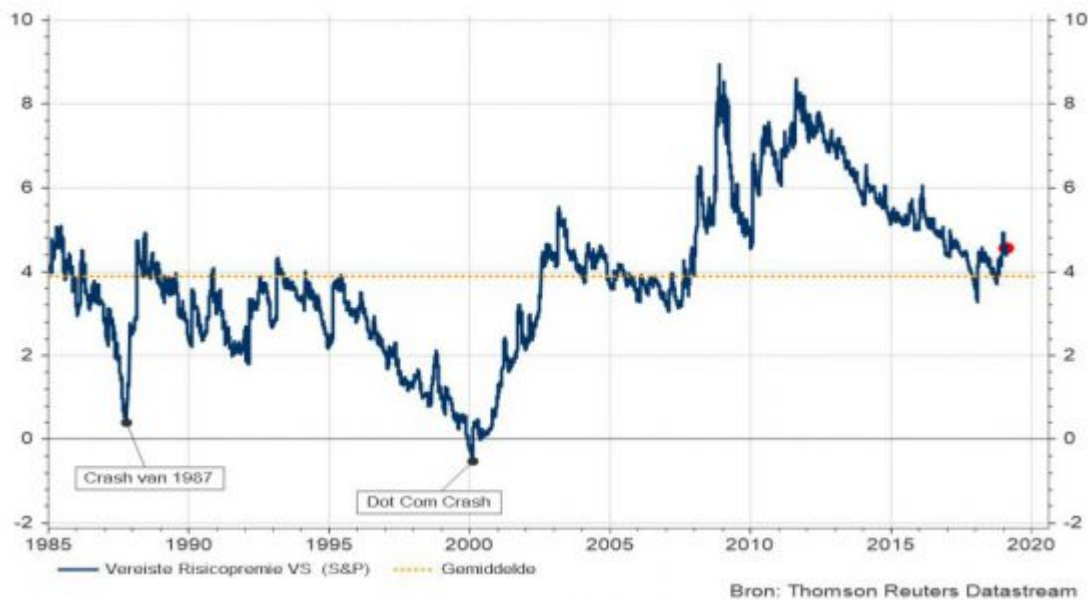
Met 80 % van de resultaten bekend, blijkt de grote meerderheid van de Amerikaanse bedrijven hun (weliswaar naar beneden bijgestelde) verwachtingen te overtreffen. De gepubliceerde winsten over het laatste kwartaal van 2018 liggen met een jaar-op-jaar aangroei van 16 % gemiddeld ruim 3 procentpunten hoger dan initieel verwacht. Voor het eerste kwartaal van 2019 wordt echter een quasi nulgroei vooropgesteld.

Dit cijfer lijkt erg confronterend en doet terugdenken aan de *profit recession* van 2015/2016, die gepaard ging met mediocre beursprestaties (en die een andere opvallende analogie vertoonde met het afgelopen kwartaal, namelijk dat de context destijds ook gekleurd werd door stoere uitspraken van de Fed-gouverneur die nadien ongegrond bleken te zijn).

Het onaangename nieuws over de neerwaartse bijsturing van de bedrijfsresultaten (en de overmatige schrikreactie die daarop volgde) ligt intussen al een tijdje achter ons en vraagt om een dubbele nuancering. De Amerikaanse bedrijfswinsten voor het eerste kwartaal van 2019 worden verwacht toe te nemen met 4 % ten opzichte van het afgelopen kwartaal, wanneer we olie- en gaswaarden uitsluiten. Voor het einde van dit jaar wordt zelfs een groei van 8 % vooropgesteld. Dit is licht hoger dan het gemiddelde groeicijfer [\[iii\]](#) over de laatste 25 jaar.

Vermits uit de waargenomen stand van de risicopremie ook blijkt dat de huidige beurswaardering neigt naar een langjarig gemiddelde, biedt de Amerikaanse beurs in het algemeen een evenwichtige aanblik.

Grafiek 1: Verwachte risicopremie op de Amerikaanse aandelenmarkt.



(Hogere risicopremies duiden op een ruimere compensatie voor het toekomstige risico.)

Opvallend is ook dat zelfs de meest pessimistische prognoses geen gewag maken van verdere omzetverliezen, integendeel. Indien de winsten in de nabije maanden dreigen te stagneren, dan heeft dit dus vooral te maken met een vrees voor toenemende margedruk, voornamelijk gestuurd door hogere lonen. De krapte op de arbeidsmarkt hield in het voorbije kwartaal ook de Amerikaanse centrale bank op haar hoede, maar vertaalde de stijging van de loonmassa (nog?) niet in een opstoot van CPI-inflatie. Integendeel. Het meest recente inflatiecijfer liet zelfs een bevreemdende, lichte daling optekenen en bedraagt slechts 1,55 % op jaarbasis.

Anderzijds moeten we ook rekening houden met belastingverminderingen die de Amerikaanse bedrijfswinsten in 2018 naar schatting met een additionele 8 % sterk opwaarts beïnvloedden. De huidige cijfers worden vergeleken met een eenmalig opgestuwd getal in het voorbije jaar. Het inzicht dat een dergelijk recordniveau minstens zal worden geëvenaard om later in het jaar misschien nog te worden verbeterd, leverde een nieuw en verfrissend perspectief dat het startsignaal gaf voor de sterke opwaartse reactie op de aandelenbeurzen die sedert het jaarbegin kon worden waargenomen.

De terugval van de wereldbeurzen ten opzichte van de vroegere recordniveaus van oktober 2018 is hiermee nog niet volledig gecompenseerd, maar er is (op zijn minst gezegd) een stevige opwaartse beweging ingezet. Vooral de zwaar getroffen sectoren bieden stevig weerwerk.

Uit de conjunctuurindicatoren blijkt dat de expansie van de Amerikaanse economie zich ook in 2019 nog verder kan zetten, zij het tegen een eerder moderaat tempo dat echter hierdoor ook geen nieuwe verhogingen van de beleidsrente in 2019 behoeft. Maar een dergelijk scenario is hoe dan ook kwetsbaar en laat niet toe dat er onbezonnen economische risico's worden genomen om politieke vetes te regelen.

Vandaar de inschikkelijkheid van de president over de financiering van de beruchte muur op de grens met Mexico. Door een gefingeerde nood situatie af te kondigen is de discussie verplaatst naar de Amerikaanse rechtbanken [\[iv\]](#).

Toch zijn de financiële markten op het vlak van het Fed-beleid nog niet helemaal gerustgesteld. De kans die wordt toegekend aan het optrekken van de beleidsrente (met 25 basispunten) in 2019 is opnieuw gestegen van 3 % naar 10 %. Dit is natuurlijk geen ramp, maar het geeft aan dat de dreiging voor het alsnog aantrekken van een inflatiespiraal op basis van stijgende lonen, nog steeds ernstig genomen wordt. Op zich kan dit geen kwaad, want zo blijven we alert en gaan de beurskoersen geen al te gekke niveaus opzoeken.

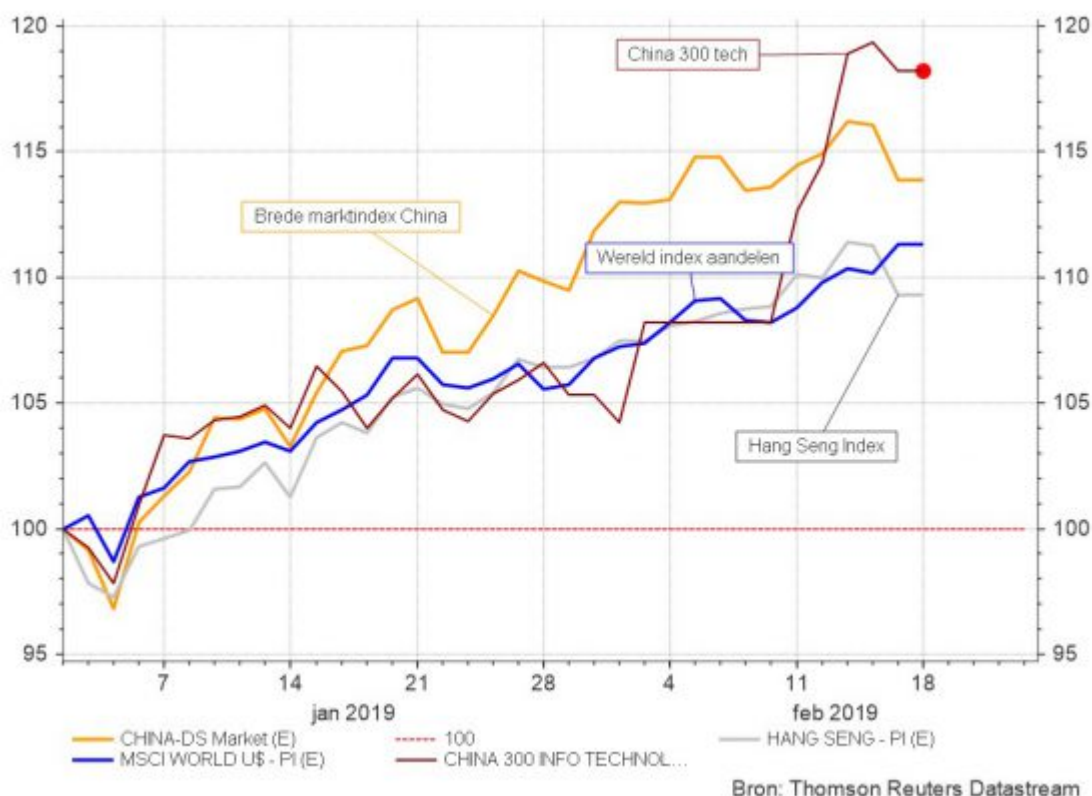
Ook al blijft de Amerikaanse groei stevig genoeg om de legendarische bedrijfsresultaten uit het verleden te evenaren, op middellange termijn moeten hun exportmarkten een stabiel platform vinden om aansluiting te vinden met hun groeiambities. China biedt op dat vlak nog steeds de beste vooruitzichten, nadat in de voorbije maanden verregaande maatregelen werden getroffen om de Chinese economische groei terug op peil te brengen.

Maar deze ingrepen kunnen pas tot ontwikkeling komen wanneer er meer zicht is op de uitkomst van de handelsgesprekken die tussen de twee grootste wereldeconomieën worden gevoerd. Ieder woord dat hierover (al dan niet ongewild) uitlekt, lokt op de wereldbeurzen grote schommelingen uit. Toch blijft het wachten tot het laatste moment om hieromtrent een weloverwogen oordeel te kunnen vellen. De Amerikaanse onderhandelaars hebben er nu alle belang bij om zo stuurs mogelijk over te komen. China kampt immers met ernstige groei krampen en heeft op korte termijn het meeste te verliezen bij het opleggen van invoertaksen. Maar deze stugge houding mag niet tot een afbreken van de besprekingen leiden, want op middellange termijn zal ook de Amerikaanse economie zware averij oplopen bij een verdere terugslag van de wereldgroei die onvermijdelijk zou resulteren uit een mislukking van de gesprekken.

Het meest waarschijnlijke scenario blijft een uitstel van de effectieve toepassing van de importtarieven met een paar maanden. Hiermee kopen beide partijen zich voldoende tijd om de impact van de toepassing van een nieuw handelstarief af te wegen. Intussen komen we ook steeds dichterbij de start van presidentiële herverkiezingscampagne. Met een conjunctuur die tegen een trager tempo lijkt te gaan aangroeien, kun je maar beter geen risico's nemen.

De Chinese beurs heeft intussen echter al flink geanticipeerd op een eventuele goede afloop van de handelsgesprekken. Vooral de technologiebeurs (geen goede plek voor hartlijders en andere fijngevoelige zielen) neemt hierin het voortouw. De index van de 300 grootste Chinese technologiebedrijven steeg met 20 % sedert het jaarbegin (na in 2018 met 37 % onderuit te zijn geschoven) en laat hiermee de wereldindex en de bredere Chinese beursindices ruim achter zich.

Grafiek 2: Evolutie van een aantal Chinese beursindices.



Het enthousiasme over de handelsrelaties vormt hierbij overigens niet de enige drijfveer. Ook het vooruitzicht over het wereldwijd uitrollen van de 5G-technologie bepaalt in belangrijke mate mee het positieve sentiment.

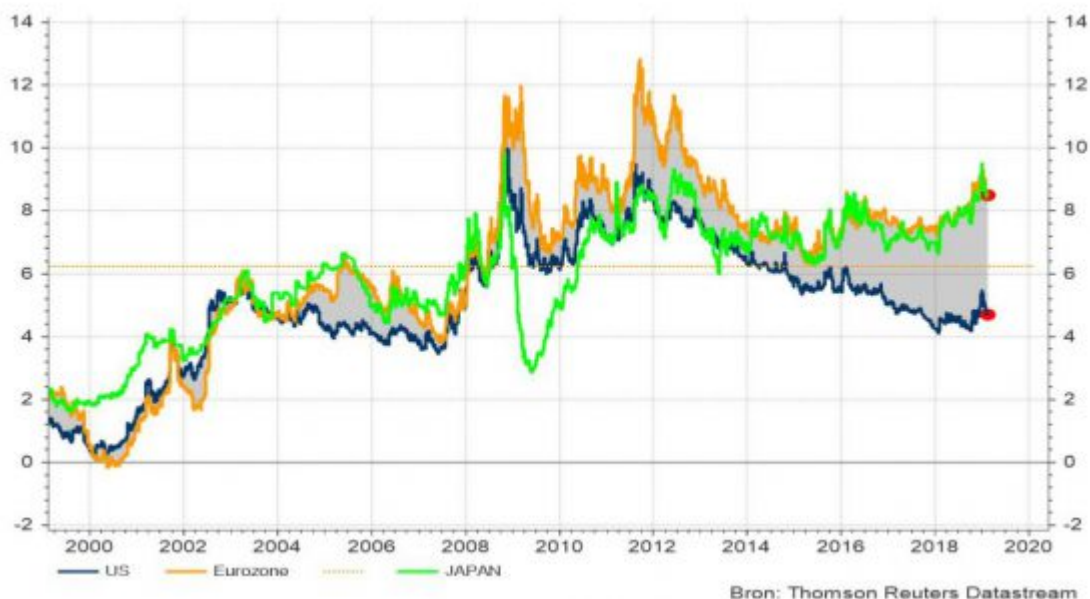
Defaitisme over de Chinese economie is zeker misplaatst, gelet op de veerkracht die in het verleden kon worden waargenomen en de verregaande stimulerende maatregelen die in 2018 werden ingevoerd. Intussen publiceerde China verrassend goede exportcijfers in januari (+9 % jaar-op-jaar stijging), maar de situatie blijft erg kwetsbaar gelet op de laatste lezing van de conjunctuurindicatoren die vooral wijzen op een fundamentele zwakte in de industriële sectoren.

Ondanks de uiterst milde winter in onze contreien, blijft de eurozone zich voortslepen op economisch bevroren grond, ondanks de inspanningen van de ECB. Ook met extreem lage rentevoeten is men er niet in geslaagd om enig animo op te wekken. De Italiaanse economie verzeilde intussen in zijn elfdertigste inzinking maar ook Duitsland had met 0,0 % economische groei doellijntechologie nodig om te ontsnappen aan het predicaat recessie.

Een dergelijke economische zwakte kan niet anders dan zich vertalen in neerwaartse bijstellingen van de Europese bedrijfsresultaten. De herziene verwachte groei voor de Duitse bedrijfsresultaten in 2019 kan met -2,5 % bezwaarlijk nog overdreven optimistisch worden genoemd.

Keerzijde van deze sombere medaille is echter dat de koersniveaus in de eurozone zich ingesteld hebben op dit lage verwachtingsniveau en hierdoor een (zeer) hoge risicopremie opleveren. Hierdoor zijn we toch geneigd om Europese aandelen aan te houden in onze portefeuille. Momenteel hebben ze weliswaar niet veel te bieden, maar je kan de aandelen in euroland moeilijk duur gewaardeerd noemen. De hoge risicopremie compenseert het bescheiden groeivooruitzicht.

Grafiek 3: Verwachte risicopremie in de eurozone, Japan en de VS



Als bijproduct van de vertragende wereldgroei hebben obligaties zich in de afgelopen periode bijzonder krancig gedragen. Ondanks het lage couponrendement en de Italiaanse turbulenties leverden de meeste obligatieposities positieve rendementen. Nadat de dreiging van verdere verhogingen van de Amerikaanse beleidsrente wegebde, stegen ook de munten en vastrentende posities in de Aziatische groeilanden.

Grafiek 4: Evolutie van diverse obligatie-indices (7 tot 10 jaar obligaties)



Onze asset-allocation gaat nog steeds uit van een lichte overweging van aandelen, waarbij in toenemende mate de aandacht uitgaat naar de VS en China en de eurozone haar plaats behoudt omwille van de goedkope waardering van haar bedrijven. Onze eigenzinnige obligatiekeuzes, waarbij de focus werd gelegd op Portugal, Spanje, Polen, de VS en Italië, aangevuld met Aziatische posities, bleek uiteindelijk de juiste positionering.

[i] De Rogers commission werd opgericht om het dramatische ongeval te onderzoeken. Neil Armstrong was een van de leden. Richard Feynman werd, tegen zijn zin, toegevoegd om vooruitgang te forceren.

[ii] Alle schoolkinderen uit de buurt waren opgetrommeld omdat een van de onfortuinlijke passagiers in een vroeger leven nog kleuterjuf was geweest. 17 % van de Amerikaanse bevolking volgde de lancering voor hun tv-scherm.

[iii] Over de laatste 25 jaar bedraagt het gemiddelde groeicijfer 6,75 %.

[iv] Dit levert een win-winsituatie voor de president: bij goedkeuring komt deze symbolische afrastering er uiteindelijk toch, bij verwerping ligt de schuld bij de Democraten en hun (volgens een verongelijkte Trump) politiek benoemde rechters. In beide gevallen levert dit *gefundenes Fressen* voor zijn achterban.

[v] De gevolgen van importtaksen zijn niet altijd even eenduidig te voorspellen. De invoerheffing op wasmachines in de VS leidde eerst tot een stijging van het aandeel Whirlpool, maar dat staat nu opvallend veel lager genoteerd dan voor de importtaksen werden toegepast, terwijl de prijs voor een wasautomaat is gestegen voor de Amerikaanse consument.