

We verwijzen hierbij niet naar een onvermoede plotwending in 's werelds favoriete tv-serie [\[1\]](#) en ook al niet naar de nakende meteorologische seizoenswende. Dit fenomeen is al te voorspelbaar en vormt geen uitdaging. Wij zijn gedurig op zoek naar aankomende (of wegvluchtende) zwaluwen die de veel moeilijker te voorspellen seizoenswisseling op de financiële markten aankondigen.

De huidige economische indicatoren maken deze taak momenteel zeker niet gemakkelijker en laten zowel een scenario met vrieskou als zomerwarmte toe.

Een positief signaal kan alleszins worden afgeleid uit de tot nu toe gepubliceerde bedrijfsresultaten in de VS die over het eerste kwartaal van 2019 in aangename zin blijken te verrassen. Met intussen meer dan 40 % van de bedrijven geteld die reeds gecommuniceerd hebben over hun wel en wee in 2019 tot dusver, blijken de bedrijfswinsten 6 % beter dan verwacht. Hierbij wisten liefst 75 % van deze bedrijven in positieve zin af te wijken van de marktverwachting.

De bedrijven die dan toch ontgoochelen worden echter zowat bont en blauw geslagen op de beurzen. Wellicht zijn deze koersdalingen wat overdreven, zodat we ons graag bekommeren over dergelijke gevallen engelen en er enkele aan flink gereduceerde koersen oppikken.

Deze grote onderlinge afwijkingen tussen de koersprestaties van individuele waarden, dispersie genoemd, typeert de aandelenmarkten over de laatste maanden. De breed gediversifieerde indices zelf (zoals de S&P 500 index) die bestaan uit de verschillende aandelen, laten echter een zeer lage (verwachte) volatiliteit optekenen. Dit is geen paradox. De sterke afwijkingen tussen de verschillende waarden neutraliseren mekaar immers op het indexniveau. Met portefeuilles die onvoldoende gespreid zijn loopt men dus onnodig grote risico's.

Met een dergelijke, onverwacht gunstige ontwikkeling op het vlak van de ondernemingswinsten hoeft het niet te verbazen dat zowel de index van de 500 grootste als de NASDAQ hun respectievelijke recordniveau van september 2018 terug binnen bereik hebben.

Grafiek 1: Evolutie S&P 500 en NASDAQ-index (prijsindices in US \$)



Er zijn hierbij echter weinig tekenen van euforie te bespeuren. In tegenstelling tot het feit dat in meer dan 3 op 4 gevallen de *bedrijfswinsten* positief verrasten, wordt het verwachte *omzetcijfer* slechts in nauwelijks de helft van de gevallen geklopt. Deze vaststelling verwijst rechtstreeks naar de context van economische groeivertraging, zowel op het lokale als het globale vlak. Tegen een dergelijke achtergrond zal het moeilijk zijn om de winstmarges in stand te houden, laat staan

ze verder te verruimen. Zeker wanneer een dergelijke groeivertraging zich gelijktijdig manifesteert met een historische schaarste op de arbeidsmarkt, die de lonen en opleidingskosten in de hoogte stuurt.

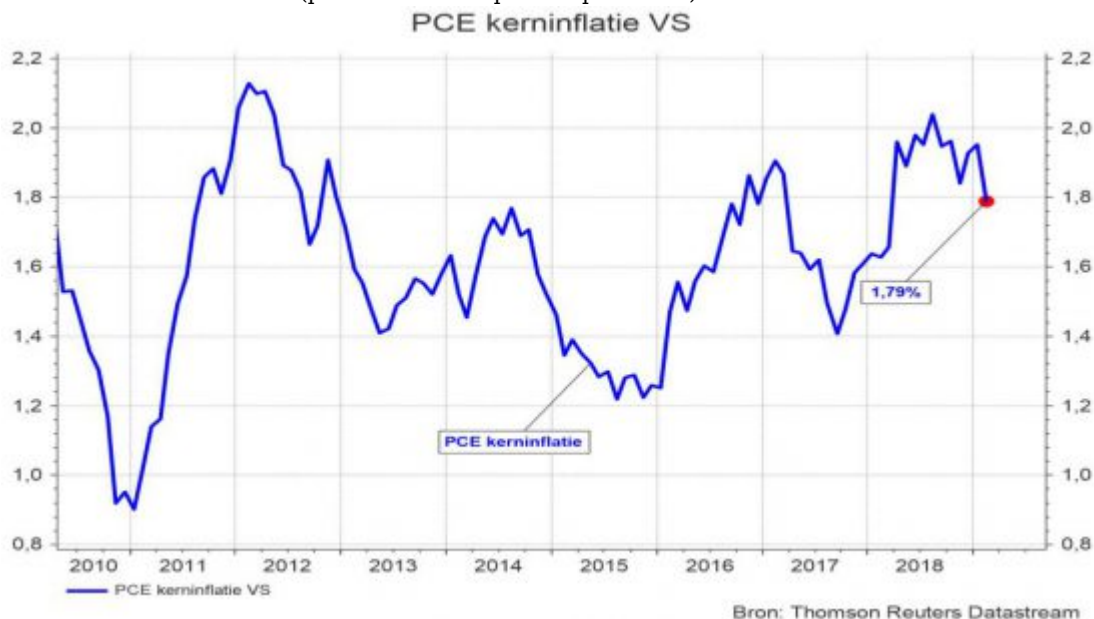
Vandaar dat de financiële markten zich momenteel beperken tot een herstel tot het vroegere recordniveau en voorlopig terughoudend zijn om hier ver van af te wijken. Deze situatie kan sterk verbeteren wanneer het prille economische herstel dat sporadisch (en mits een flinke dosis goede wil) kan waargenomen worden, zich later in het jaar doorzet in een breed gedragen, stevige, wereldwijde groeiopstoot.

De gevreesde combinatie van verzwakkende economische groei en hogere inflatie, die een winteroffensief op de financiële markten dreigt te ontketenen, lijkt echter veraf.

De Amerikaanse economische groei is op zich zeker nog sterk genoeg om haar tijdelijke appelflawwte te overwinnen, terwijl de salarisgroei zich tot nu toe niet vertaalt in hogere inflatie. Integendeel, de index van de PCE-inflatie (die de Fed hanteert als richtsnoer voor haar beleid) wordt op een (nog) lager niveau verwacht dan de huidige 1,79 %.

Met de rentestijgingen die voorzitter Powell bij obstinate herhaling vanaf september aankondigde om een volgens hem onvermijdelijke inflatie-opstoot de pas af te snijden, sloeg de Amerikaanse centrale bank de bal wel in bijzondere mate mis en dit tegen een gigantische kostprijs. De financiële markten analyseerden de situatie wel correct en wezen er zeer gepast op dat een daling van de beleidsrente een betere beleidsoptie was.

Grafiek 2: PCE-inflatie VS (personal consumption expenditure)



Na in de afgelopen weken wat te zijn teruggevallen, is de kans op een daling van de beleidsrente in januari 2020 opnieuw opgelopen tot 65 %. Ook een scenario dat een rentedaling in december inhoudt, wint aan waarschijnlijkheid en krijgt volgens de futures markten en kans van 60 %.

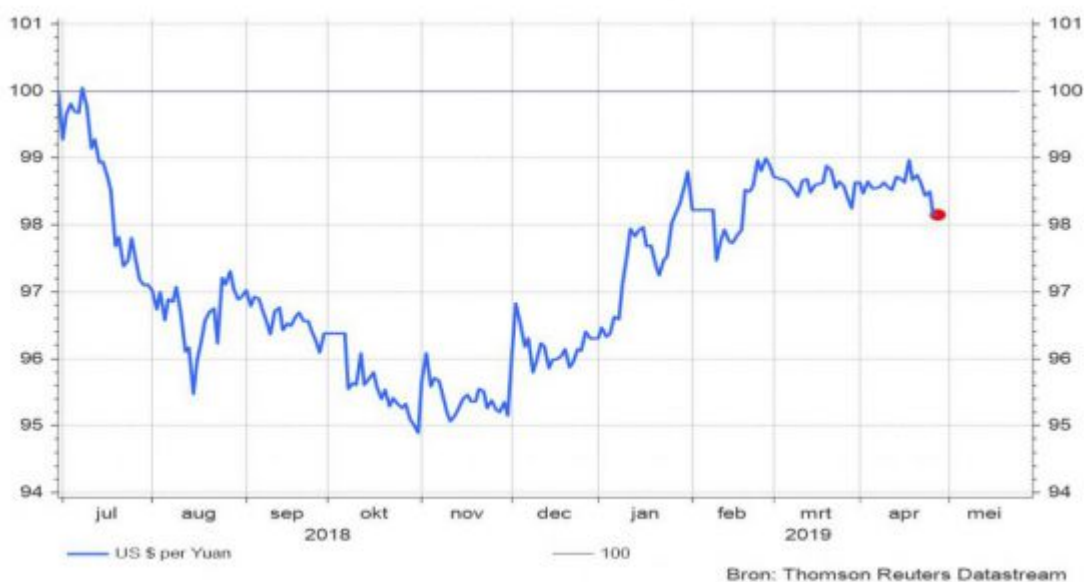
President Trump ziet een dergelijke beweging natuurlijk liever vroeger dan later gebeuren. Bij de huidige lezing van zowat alle indicatoren over toekomstige prijsontwikkelingen dreigt er voorlopig weinig inflatiegevaar. Indien deze situatie toch onttaardt omwille van een overdreven stimulering van de economie door een daling van de beleidsrente, dan zal dit naar alle waarschijnlijkheid pas gebeuren na zijn herverkiezing in 2020. De financiële stimuli zullen hun positieve economische uitwerking echter eerder hebben, wat de beoogde herverkiezing sterk in de hand zal werken. Maar door een rentedaling zo hoog op zijn wenslijstje te zetten, creëert de Amerikaanse president ongewild ook de voornaamste reden om ze uit te stellen, omdat de Fed haar onafhankelijkheid zou wensen te bewijzen.

De vrees voor een ontarding van de globale economische groei, initieel gestuurd door deemsterende groeivoorzichten in China, lijkt intussen wat weg te ebbem. De sombere ondertoon van verzwakkende wereldgroei blijft echter manifest aanwezig en weerhoudt professionele beleggers voorlopig van doorgedreven aankopen op de aandelenmarkten, waardoor de koersen rond de huidige niveaus stagneren.

De Chinees-Amerikaanse handelsbesprekingen lijken intussen in de goede richting te evolueren, al blijft dit natuurlijk giswerk want niemand buiten enkele geïnitieerden hebben hierop voldoende zicht. Maar de tekenen ogen tot dusver goed, nu de hoogste onderhandelaars van beide landen terug richting Beijing vertrokken zijn en er concrete indicaties zijn dat de presidenten Xi en Trump mekaar eind mei of begin juni kunnen ontmoeten.

De enige betrouwbare houvast voor ons is de dollar/yuan-koers, die nu al wekenlang zeer opvallende stabiliteit vertoont. Een kink in de kabel bij de gesprekken vertaalt zich onmiddellijk in volatiliteit van de wisselkoers.

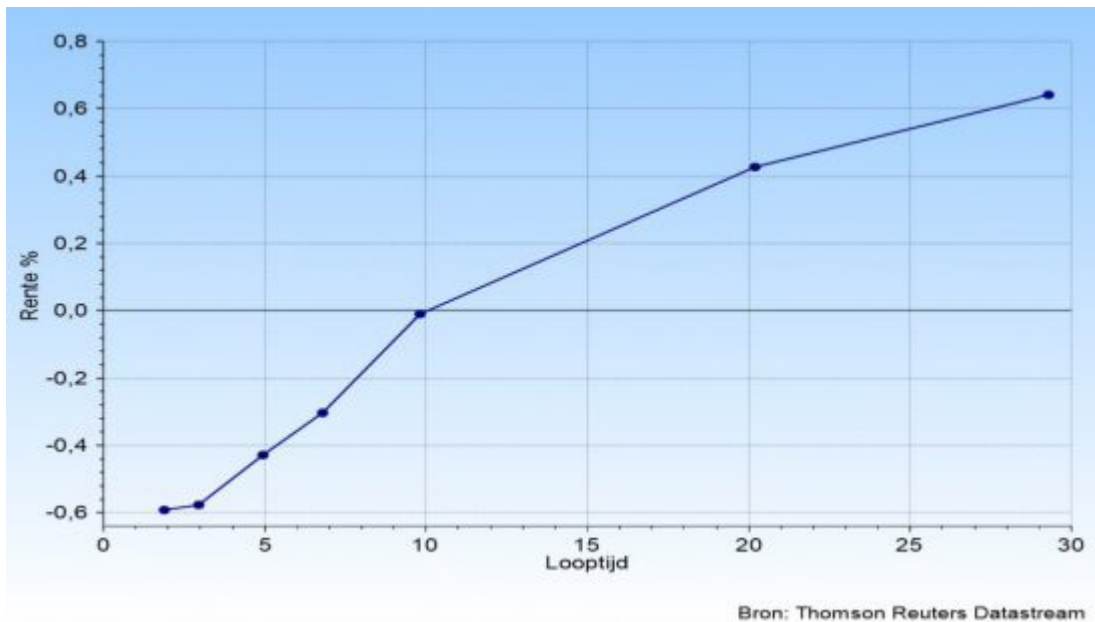
Grafiek 3: US \$/Yuan wisselkoers



Het lijkt er overigens steeds meer op dat de zorgbarende economische terugval in China wellicht wat overdreven werd voorgesteld. De meeste recente data wijzen zelfs op een tastbaar herstel. Dit heeft eigenaardig genoeg negatieve invloed op de lokale Chinese aandelenmarkt. Een verbetering van de economische indicatoren zou immers kunnen betekenen dat de Chinese overheid kan beslissen om haar stimulerende maatregelen terug te schroeven, waardoor de toekomstige groei wat aan kracht zal inboeten. De Chinese beleidsnemers moeten immers erg behoedzaam omspringen met rentedalingen en bancaire reserveratio's om geen verder financieel onevenwicht te creëren en vastgoedspeculaties uit te sluiten.

De bezorgdheid over de ontwikkeling van de economische groei heeft zich intussen verplaatst naar Duitsland (en bij uitbreiding de hele eurozone) waar men blijft kampen met een quasi groeistilstand. Bij onze oosterburen leidt dit op de obligatiemarkten tot een rentecurve die negatief blijft voor looptijden tot 15 jaar.

Grafiek 4: Rentecurve Duitse overheidsobligaties



Deze lage rente weegt op de tarieven in de totale eurozone, wat op zijn beurt de rechtstreekse aanleiding vormt tot een verdere versterking van de \$/€ wisselkoers. De huidige valutakoers van de greenback valt nu volledig in het betrouwbaarheidsinterval van ons waardingsmodel en komt zelfs zeer kort bij onze puntvoorspelling van 1,10 US \$/€.

Grafiek 5: US \$/€ wisselkoers



Ons asset-allocatiemodel blijft wijzen op een overweging van de aandelencomponent. In het neutrale profiel leidt dit een blootstelling aan aandelen van 62 % ten opzichte van een benchmark van 50 %. Hierbij wordt vooral de nadruk gelegd op de VS, meer bepaald op technologie, het veiligheidsthema, robotica en biotechnologie. Deze positie wordt aangevuld met een substantiële overweging van China en India. Ook de Europese waarden vinden hun plaats, vooral gedreven vanuit hun goedkope waardering. De obligatiecomponent kent een lichte uitbreiding van de aangehouden looptijden voor

overheidsobligaties in Spanje, Portugal en Italië. De portefeuille wordt verder aangevuld met kortlopend schatkistpapier uit de VS, emerging market bonds en kent een lichte toename van de component High Yield bonds.

Of het effectief ook zomer wordt op de beurzen? Dat zal sterk afhankelijk zijn van het herstel van de globale groeiverwachtingen, maar we verhalen hierbij niet dat we hierin enig vertrouwen hebben.

Herfstgetij en winterellende lijken momenteel veraf. Voor dergelijke scenario's is immers een rentestijging nodig. Behoudens een plotse versnelling van de Amerikaanse loongroei of een onverwachte, negatieve ontwikkeling aan het geopolitieke front, lijkt dit weinig realistisch.

Intussen is het lente. Soms een aangenaam zonnetje, dan weer een plensbui.

[ii](#) Voor de eventuele lezers in een ander zonnestelsel: wij bedoelen Game of Thrones.