

In voetbaltermen gesteld, speelt de Amerikaanse centrale bank op 17 september haar match van het jaar. Maar in tegenstelling tot het futiele spel van elf ijdeluiten tegen elf andere op een groene mat, is het bij de Fed deze keer menens en bloederstig.

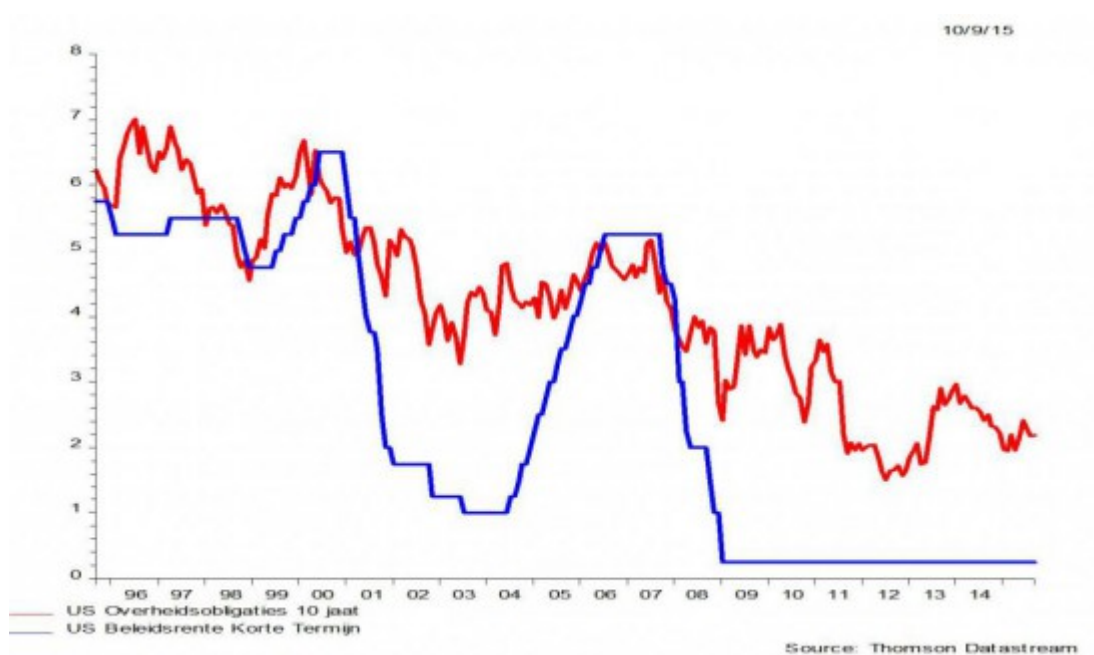
De Gordiaanse knoop die hoe dan ook moet worden doorgehakt, gaat niet alleen over een (beperkte) verhoging van de beleidsrente, maar ook over een fundamentele keuze. Moet de stimulerende monetaire politiek, die sinds eind 2008 de Amerikaanse economie ondersteunde in haar opwaartse pad, voor langere tijd weer in de kast worden opgeborgen? De beslissing over een renteverhoging gaat immers verder dan het louter optrekken van de beleidsrente met 25 basispunten. Ze bepaalt ook de monetaire opties die de overheid de komende jaren kan nemen. Een centrale bank kan niet zomaar de rente optrekken om daarna - bij een negatieve ontwikkeling van de economie - het geweer van schouder te verwisselen om weer een stimulerende politiek met lagere beleidsrente uit te tekenen. De geloofwaardigheid van de Fed zou daardoor zodanig ondermijnd zijn dat er geen enkel gezag meer uitgaat van haar beslissingen en de overheid een van haar belangrijkste beleidsinstrumenten verliest. Dat soort paniekvoetbal moet tot elke prijs worden vermeden.

Voorzitter Yellen trachtte de kritiek op een eventuele renteverhoging de pas af te snijden door maanden geleden al aan te kondigen dat een dergelijke rentestijging er hoe dan ook ooit zou komen. Als het niet in september zou zijn, dan wellicht bijna zeker in december of ten laatste in maart 2016. De rentebeweging op zich was volgens het hoofd van de Amerikaanse centrale bank niet erg belangrijk, maar wel het toekomstige pad dat deze rentebeweging zou volgen. En daar stelde zich duidelijk geen probleem, omdat er weinig redenen waren om aan te nemen dat er na een initiële opstoot van de kortetermijnrente nog meer opwaartse bewegingen moesten worden verwacht.

De financiële markten lazen vooral tussen de regels en interpreteerden deze uitspraak destijds als een bijna onverholven allusie op een renteverhoging in september, wat enkele maanden geleden nog met enige terughoudendheid werd aanvaard.

De economische situatie is intussen echter drastisch gewijzigd. Vooral het ongunstige nieuws over de vertragende industriële groei in China en de onheilspellende ontwikkeling van de Amerikaanse industriële ISM-cijfers maken het invoeren van een politiek van monetaire verkrapping hoogst onwenselijk. Zelfs een beperkte rentestijging zal bijzonder negatief onthaald worden. De eerste rentestijging sinds 2006 zou in ieder geval symbolisch sterk geladen zijn.

Grafiek 1: beleidsrente en 10-jaarsrente in de VS

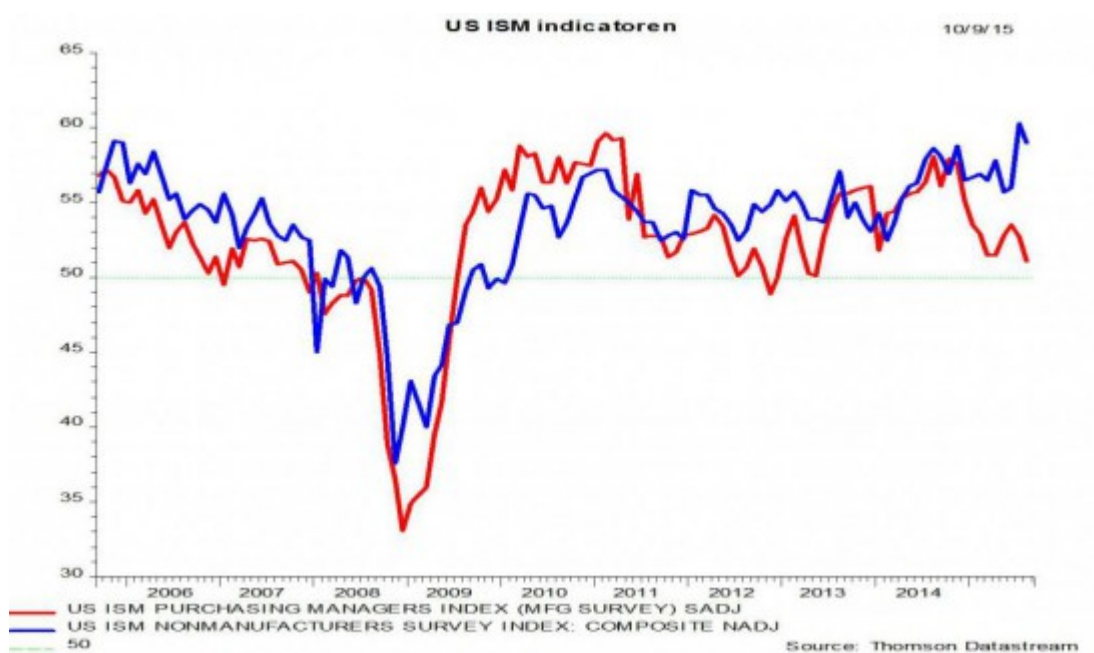


De resulterende vrees voor het wegvallen van het Amerikaanse monetaire kanon om de wereldeconomie bij te springen, waar en indien nodig, dreigt schokgolven te sturen doorheen alle financiële markten. De Amerikaanse aandelenbeurs zal dat nog relatief snel te boven komen, want de (onnodige) stijging van de kortetermijnrente zal tegelijk de rente op lange termijn naar beneden drukken. De aandelenkoersen zullen daaruit geleidelijk opnieuw moed putten om van de psychologische klap te recupereren.

Maar dat geldt enkel voor zover je belegd bent in de Amerikaanse dienstensector. De industriële waarden zullen eerst het doembeeld van een potentiële recessie van zich af moeten schudden. De Europese aandelen zullen relatief snel herstellen op basis van de gestegen dollarkoers (die het exportpotentieel voor Europese bedrijven vergroot), maar diezelfde opwaartse dollarbeweging zal een neerwaartse spiraal in gang stellen die de meeste groeielanden naar nieuwe dieptepunten zal verwijzen. De meeste groeielanden trachten immers hun munt af te stemmen op de dollarkoers en dat zal moeten gebeuren door de substantiële verhoging van de eigen beleidsrente. Geen prettig vooruitzicht, dat zich nu al voor een beperkt deel weerspiegelt in de zwakke prestatie van de aandelenbeurzen van de groeielanden.

Ook voor de interne Amerikaans situatie vormt deze rentebeslissing een dilemma. De dienstensector (die de belangrijkste bijdrage levert tot het BBP) stelt het immers bijzonder goed, zoals overduidelijk blijkt uit het ISM 'non manufacturing' rapport. (Weliswaar is de intensiteit van de groei licht afgenomen in vergelijking met de vorige maand.) Deze ontwikkeling staat echter in schril contrast met de verdere verzwakking van de industriële sectoren.

Grafiek 2: de ISM-indicatoren voor de Amerikaanse dienstensector en industriële sector



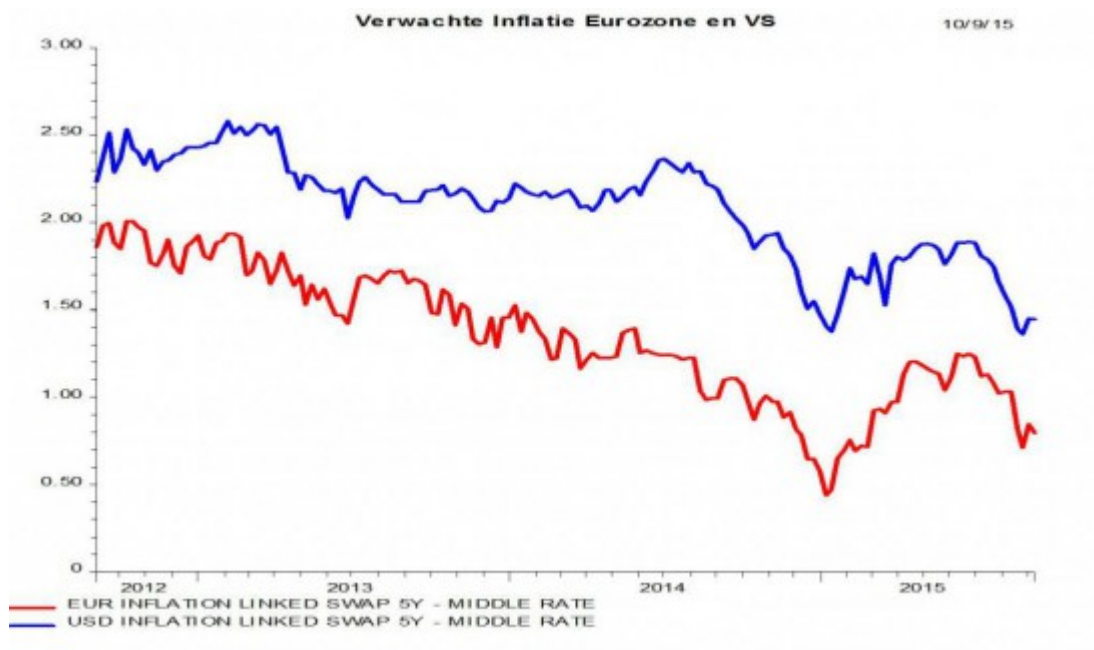
De redenen hiervoor zijn evident: de dienstensector is vooral gericht op de interne markt. Het industriële segment van de economie is echter meer gericht op de exportmarkten. De relatief sterke dollarkoers bemoeilijkt de uitvoer, terwijl de groeielanden zich de laatste maanden alleen van hun meest kwetsbare kant hebben laten kennen. Een renteverhoging zou de dollarkoers nog meer in een opwaarts kanaal duwen waardoor de export verder wordt bemoeilijkt, terwijl de traditionele afzetmarkten in een economische recessie dreigen te vervallen.

Niet doen dus, als je het kunt vermijden ...

Vermits de verwachte inflatie bijzonder laag blijft, de olieprijs geen teken van enig duurzaam herstel tonen en de grondstoffen- en voedselprijzen tot historische dieptepunten zijn teruggevallen, is er geen dwingende reden om in te

grijpen in de beleidsrente.

Grafiek 3: de evolutie van de verwachte inflatie (5 jaar VS en Europa)



Waarom zijn de financiële markten momenteel zo bang voor een verhoging van de kortetermijnrente? Ook in het verleden reageerden markten traditioneel negatief op een dergelijke ontwikkeling (om zich redelijk snel te herstellen, voor zover het bij een enkele opstoot bleef) maar in de huidige context wordt er extreem nerveus geanticipeerd op de Fed-vergadering van 17 september. De werkgelegenheidssituatie in de VS lijkt te wijzen op een verzadiging, gelet op het bereikte werkloosheidspercentage van 5,1 %, wat traditioneel wordt geïnterpreteerd als het natuurlijke evenwichtsniveau. Lagere werkloosheidscijfers dan dat niveau zijn van aard om via oplopende loonspanningen de inflatie aan te zwengelen, wat de economie nadien disproportioneel kan schaden. Althans volgens berekeningen die nog uit een ander tijdperk dateren... In de huidige, geglobaliseerde economie kunnen loonspanningen veel gemakkelijker worden afgewenteld via delocalisatie, waardoor het huidige werkloosheidscijfer wel nog een eindje weg zou kunnen liggen van zijn evenwichtsniveau. Maar deze redenering geldt enkel voor de industriële sectoren en in veel mindere mate voor de dienstensector.

Vandaar het blijvende dilemma voor de Fed: een renteverhoging in de dienstensector is wellicht aangewezen om de loonspanningen vooraf te zijn maar een rentedaling (voor zover dat nog mogelijk is) is eerder wenselijk voor de industrie.

Helaas is er maar één beleidsrente ...

Het economische risico van een rentestijging lijkt ons echter veel evidentier dan het beperkte inflatiegevaar dat zou kunnen ontstaan bij een ongewijzigd rentebeleid.

Nu nog snel een postduif vinden om onze boodschap voor 17 september bij de Amerikaanse centrale bank te brengen.