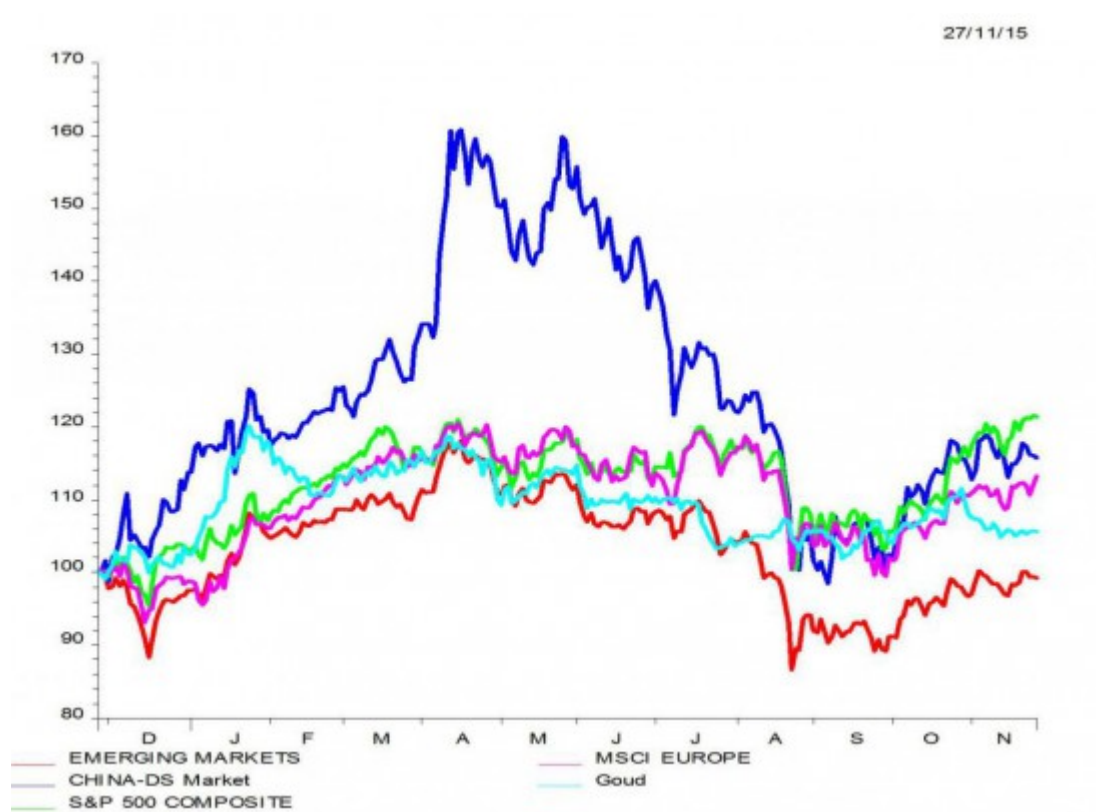


Wat in september nog als des duivels werd beschouwd, zal in december als een krachtig positief signaal worden geïnterpreteerd. Met een beperkte stijging van haar beleidsrente zal de Amerikaanse centrale bank op 16 december immers een onmiskenbare uitdrukking geven van haar overtuiging dat enerzijds de Amerikaanse economische groei definitief een hoger groeipad is ingeslagen en anderzijds de wereldeconomie als voldoende robuust wordt beschouwd om een wijziging van de Amerikaanse monetaire politiek zonder al te veel averij te doorstaan.

De Fed kan dan ook de historische beslissing nemen om de kortetermijnrente, die al sinds eind 2008 rond het nultarief vertoefd en sinds 2005 niet meer is verhoogd, op te trekken met 25 (?) basispunten. Een beperkte stijging met een eerder eenmalig karakter, gekaderd in een toekomstperspectief waarbij de Amerikaanse centrale bank op zeer graduele en voorspelbare wijze haar beleidsrente tijdig aanpast en zo de (eventuele) inflatie altijd een stap vooruit kan blijven.

Helemaal zeker is deze beslissing nog niet, maar er valt zeker 'a strong case' te maken voor een beperkte toename van de beleidsrente. De kansen op een opwaartse beweging in december worden momenteel op 70 % geschat. In het verleden heeft de Federal Reserve alleszins nooit een dergelijke, overduidelijke hint van de financiële markten genegeerd. Daarenboven hebben zowel de Fed-voorzitter als haar regionale gouverneurs in dit verband al meerdere malen visjes uitgewooid om na te gaan hoe de markten daarop zouden reageren. Omdat dat aardig bleek mee te vallen, lijkt er nu nog weinig in te weg te staan om de richting van de monetaire politiek te veranderen. De meeste beurzen reageerden immers telkens positief op de recente, suggestieve commentaren van de centrale bank in de richting van een hogere beleidsrente.

Grafiek 1: evolutie van de aandelenmarkten sinds 1 jaar

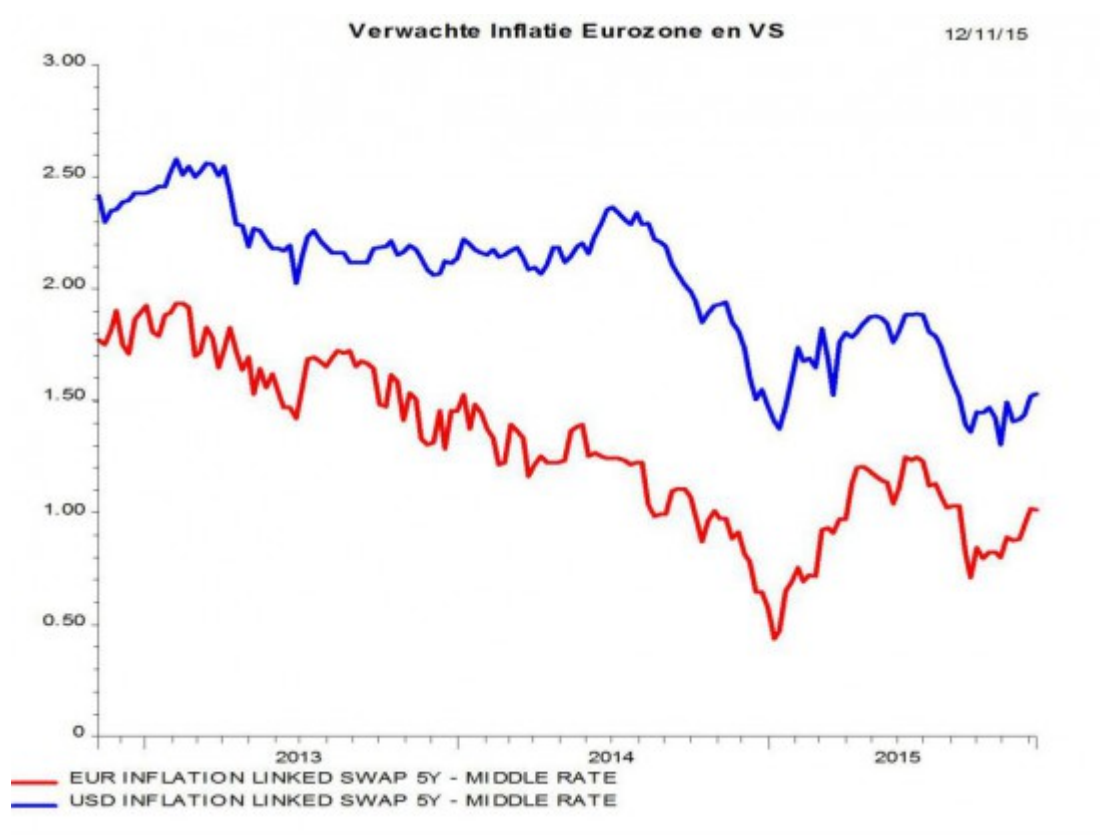


Ook al is de impact van een rentestijging van 0,25 % eerder als anekdotisch te beschouwen, toch mag de symbolische waarde ervan niet worden onderschat. De Fed geeft daarmee immers te kennen dat de economische groei in de VS als voldoende schokbestendig en houdbaar mag worden beschouwd, zodat enerzijds verdere monetaire stimulansen overbodig zijn (en zelfs financiële zeepbellen dreigen te veroorzaken) en anderzijds de centrale bank nu werk kan maken van haar

tweede doelstelling: het vermijden van een opstoot van de inflatie. De eerste doelstelling lijkt immers binnen handbereik: een relatief stabiele economische groei met substantiële jobcreatie.

De strijd tegen inflatie lijkt momenteel niet dringend. Uit de laatste statistieken dienaangaande kunnen geen dreigende signalen worden afgeleid, integendeel. Maar het is nu eenmaal de taak van een centrale bankier om het risico van oplopende inflatie te bestrijden voor het de kans heeft zich te ontwikkelen. (Of zoals de bekende metafoor het aangeeft: inflatie is als tandpasta: eens uit de tube, krijgt je het er moeilijk terug in.) De verwachte inflatie in de VS is echter nu al merkbaar hoger dan in de eurozone en bevindt zich al dicht bij het 'ideale' niveau van 2 %.

Grafiek 2: verwachte inflatie in de eurozone (rood) en de VS (blauw)



Mits enige verbeeldingskracht kan men uit de huidige werkgelegenheidssituatie verder de nodige motivatie afleiden voor een graduele wijziging van het monetaire beleid: de creatie van nieuwe banen bereikt weer recordniveaus, terwijl de verhouding tussen de zich aanbiedende werkzoekenden en de nieuw gecreëerde banen momenteel een historisch laagtepunt opzoekt. Tot nu veroorzaakt deze al bij al heugelijke evolutie weinig inflatiedruk. De loonspanningen die bij een dergelijke beweging kunnen worden verwacht, blijven tot nu beperkt tot een toename in de zone van de laagste lonen, maar dat kan snel en onverwacht aanleiding vormen tot veralgemeende loonspanningen die op hun beurt zuurstof leveren voor een acceleratie van de inflatie.

Grafiek 3: jobcreatie in de VS - aantal nieuwe banen en aantal werkzoekenden per nieuwe betrekking

Exhibit 1: The Number of Job Openings Has Soared to a 14-Year High

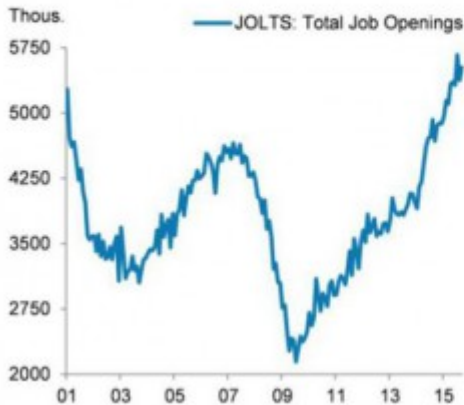
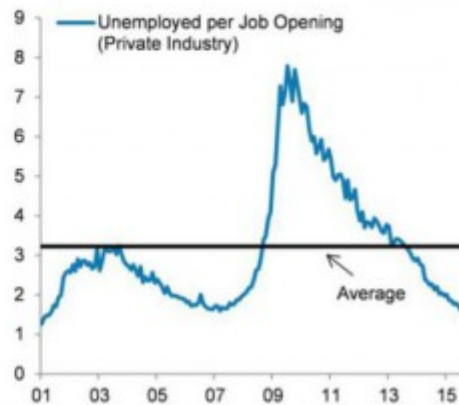


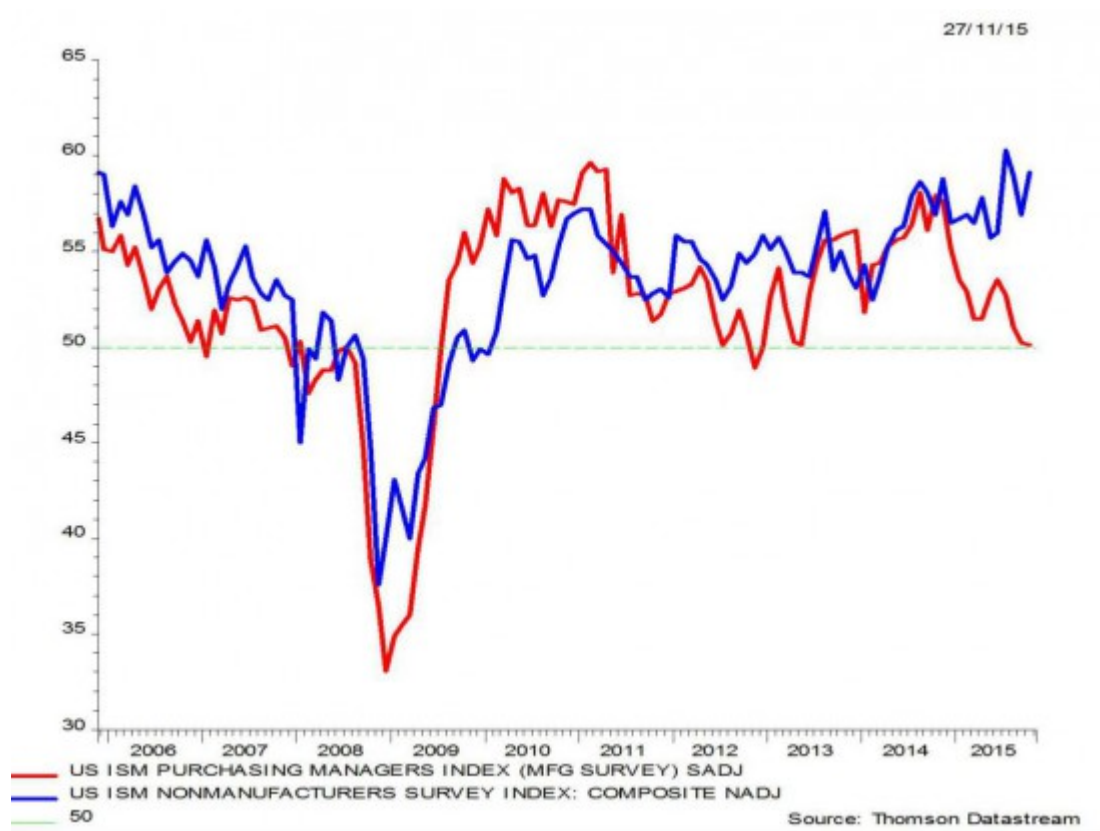
Exhibit 2: While the Margin of Slack in the Labor Market Has Been Shrinking



Bron: datastream, Federal Bureau of Labor Statistics, Morgan Stanley

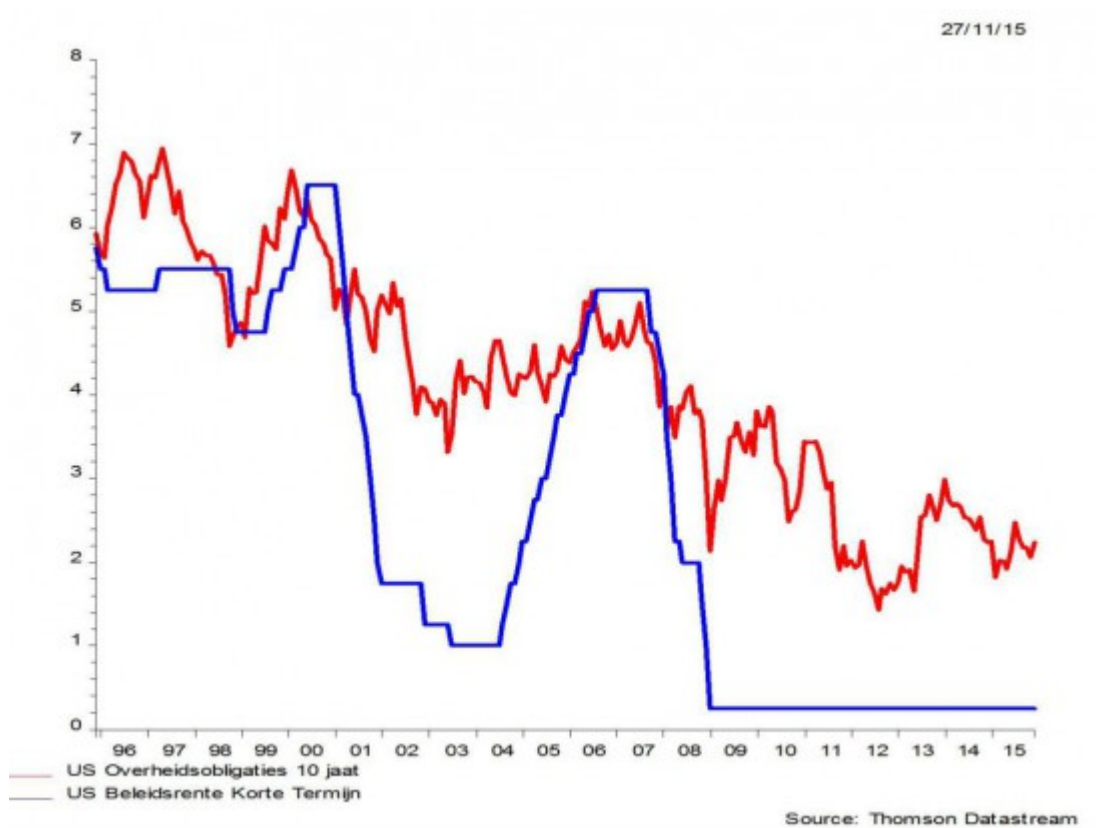
Te lang talmen is dus niet aangewezen en wanneer de Fed een dergelijke ontwikkeling met een preventieve aanval de pas kan afsnijden, dan mag ze die kans niet laten liggen. De enige reden om alsnog een renteverhoging uit te stellen, bestaat erin om te verwijzen naar de latente zwakte van de industriële sector in de VS, die gebukt gaat onder de hogere USD-koers, de scherpe daling van de energieprijzen (die harder doorweegt in de VS door het belang van de lokale olie- en gassector) en de anemische groei van haar exportmarkten.

Grafiek 4: ISM-cijfers voor de Amerikaanse industrie (rood) en diensten (blauw)
De ISM meet de conjunctuurverwachtingen van de Amerikaanse aankoopdirecteuren.



Maar deze ontwikkeling wordt (meer dan) gecompenseerd door de verdere versnelling in de dienstensectoren. De voorspellende indicatoren van dit onderdeel van de Amerikaanse economie geven duidelijk aan dat loonspanningen om de hoek liggen te loeren en enkel nog lijken te wachten op een verrassend moment om toe te slaan. De gecombineerde ISM-cijfers (industrie, gewogen aan 30 %, en diensten, gewogen aan 70 %) geven een vrij betrouwbare voorspelling voor de ontwikkeling van het Amerikaanse BNP en daaruit blijkt eens te meer dat een verhoging van de beleidsrente een aangewezen beslissing lijkt te zijn. De situatie is enigszins vergelijkbaar met de arbeidsmarkt in 2004.

Grafiek 5: VS-beleidsrente en rente op staatspapier op 10 jaar



Toen aarzelde de centrale bank echter te lang (om de economische groei niet in gevaar te brengen), maar moest ze die lakse houding snel bekopen met een resem opeenvolgende rentestijgingen die de rente over een korte periode van 1 % naar 5 % bracht. Daarmee werd onnoemelijke schade aangebracht aan de economie, wat de reputatie van de centrale bank niet bepaald goed heeft gedaan.

Toch mag deze *bifurcatie* (het uiteenlopende verloop van de diensteneconomie en de industriële economie) vanuit beleidsperspectief niet worden onderschat. Uit de werkgelegenheidsstatistieken blijkt immers dat de banencreatie sinds 2010 in de VS zich enkel heeft voorgedaan in die sectoren die ofwel sterk dienstengerelateerd ofwel sterk domestiek georiënteerd zijn (zoals de bouwsector).

Grafiek 6: banencreatie in de VS per sector

Exhibit 3: Industry Share of Jobs Created Since February 2010



Het enige element dat nog voor een uitstel van de renteverhoging kan zorgen, is dan ook een eventuele verdere deterioratie van de conjunctuurverwachtingen in de industriële sector. Het ISM-cijfer van 1 december zal alleszins de onzekerheid daarover wegnemen, maar vooruitlopend daarop mogen we toch al stellen dat uit onze berekeningen een licht herstel van deze index kan worden verwacht. Omdat we niet de enigen zijn die zulke econometrische modellen bouwen (en alle resultaten in dezelfde beperkt opwaartse richting wijzen) zou een nieuwe negatieve wending in de industriële sectoren een verregaande verrassing inhouden en de aanleiding vormen tot het herzien van het huidige consensusscenario.

Een rentestijging in de VS zal ongetwijfeld de dollarkoers verder verstevigen en het de Amerikaanse industriële sector vandaar nog moeilijker maken om zijn internationale plaats te behouden. Haar zwakke groeicijfer maakt de wereldeconomie immers bijzonder prijsgevoelig, zodat iedere prijsstijging rechtstreeks aanleiding vormt tot verlies van marktaandeel.

Ook vanuit politiek perspectief is deze ontwikkeling van cruciaal belang: verder banenverlies in de industriële sector ten gevolge van een officiële rentestijging zal onmiddellijk in de schoenen van de democratische regering worden geschoven, terwijl een ontsporing van de inflatie in de dienstensector, door het uitstellen van een rentebeslissing, ook snel koren op de molen zal zijn van de republikeinen om op het 'onverantwoorde' beleidsgedrag van hun opposenten te wijzen.

Wat doen we daar nu mee in onze assetallocatie?

Onze Amerikaanse aandelenposities blijven intact, maar we geven nog altijd de voorkeur aan bedrijven uit de dienstensector en de bouwsector. We beseffen natuurlijk wel dat een rente-‘hike’ van beperkte orde eerder als een positief signaal moet worden beschouwd van het potentiële herstel in de industrie, maar men moet ook de moeilijkere exportpositie door van de gestegen USD-koers in de vergelijking opnemen. Industriële waarden beperken we dus liefst tot de meer intern gerichte bedrijven, die gemakkelijker kunnen meesurfen op de domestieke opwaartse conjunctuurgolf.

Posities in Amerikaanse obligaties zullen zeker niet worden opgebouwd, uit vrees voor een initiële reactie waarbij de toename van de rentetarieven op korte termijn zich ook vertaalt op het lange einde van de rentecurve. Toch vermoeden we dat een dergelijke impact eerder beperkt zal blijven. Een verhoging van de beleidsrente kan immers enerzijds de vrees voor inflatie bezweren, terwijl anderzijds de huidige reële langetermijnrente in de VS zeker niet als overdreven hoog moet worden beschouwd. Het evenwichtsniveau van langetermijnrentevoeten bevindt zich immers ergens in de buurt van de reële economische groei.

Aan deze laatste voorwaarde lijkt momenteel perfect te zijn voldaan (voor zover we het algemene inflatiepeil gebruiken om af te trekken van de nominale rente). Maar met een (beperkte) versnelling van het reële BNP in het vooruitzicht lijkt het ons enerzijds niet raadzaam om posities in Amerikaanse obligaties op lange termijn op te bouwen.

Omdat we anderzijds toch de opportuniteit van een verwachte stijging van de Amerikaanse wisselkoers ten opzichte van de euro willen benutten, lijkt het toch meer aangewezen om posities in USD op te bouwen via termijnrekeningen of cashfondsen.

Het accent in Europese aandelen wordt (nog) nadrukkelijk opgevoerd. De lage energie- en grondstoffenprijzen, de stijgende dollarkoers en (door de ECB zo lang als nodig vol te houden) extreem lage rentetarieven moeten zich uiteindelijk vertalen in hogere bedrijfswinsten door het geleidelijke herstel van de Europese binnenlandse markten. Voor zover de wereldeconomie de nodige kansen blijft bieden aan de exportbedrijven wordt daardoor een stabiele voedingsbodem gevormd voor verdere opwaartse koersbewegingen van Europese aandelen.

Dit Europese accent wordt niet enkel gevormd door het opvoeren van de aandelenposities, maar zeker ook een stevige brok overheidsobligaties waarbij we sterk de nadruk blijven leggen op Italiaans, Iers en Spaans staatspapier, vooral geconcentreerd rond looptijden van 5 en 7 jaar.

Met betrekking tot de groeilanden blijven we zeer voorzichtig. Enkel gespreide aandelenbeleggingen in Azië komen in aanmerking, voor zover die een disproportioneel gewicht toekennen aan China (waarbij we het accent blijven leggen op consumptiegerelateerde waarden) en India (dat een voordeel heeft bij de momenteel zeer lage prijs van grondstoffen, voeding en energie).

Emerging Bonds bieden een moeilijker vraagstuk: een stijgende Amerikaanse rente zet wat bijkomende druk op de lokale munten, maar de meeste Aziatische landen beschikken momenteel over voldoende veerkracht in de vorm van een verbeterde positie in hun overheidsfinanciën en lopende rekeningen met het buitenland, om daaraan te weerstaan.

Enkel bij de wat zwakkere rand van ‘frontierlanden’ (de groep van de meest recente opkomende landen) en zeker bij Latijns-Amerikaanse en Oost-Europese landen moeten de nodige vraagtekens worden geplaatst. Obligaties van de laatstgenoemde landen hebben we sinds mensenheugenis niet meer in portefeuille (wegens de inflatiedruk, weinig efficiënt staatsbeheer en verslechterende internationale ruilvoeten wegens dalende grondstoffenprijzen). Onze (intussen flink in winst gekomen) posities in obligaties van ‘frontierlanden’ worden daarom stelselmatig afgebouwd.