

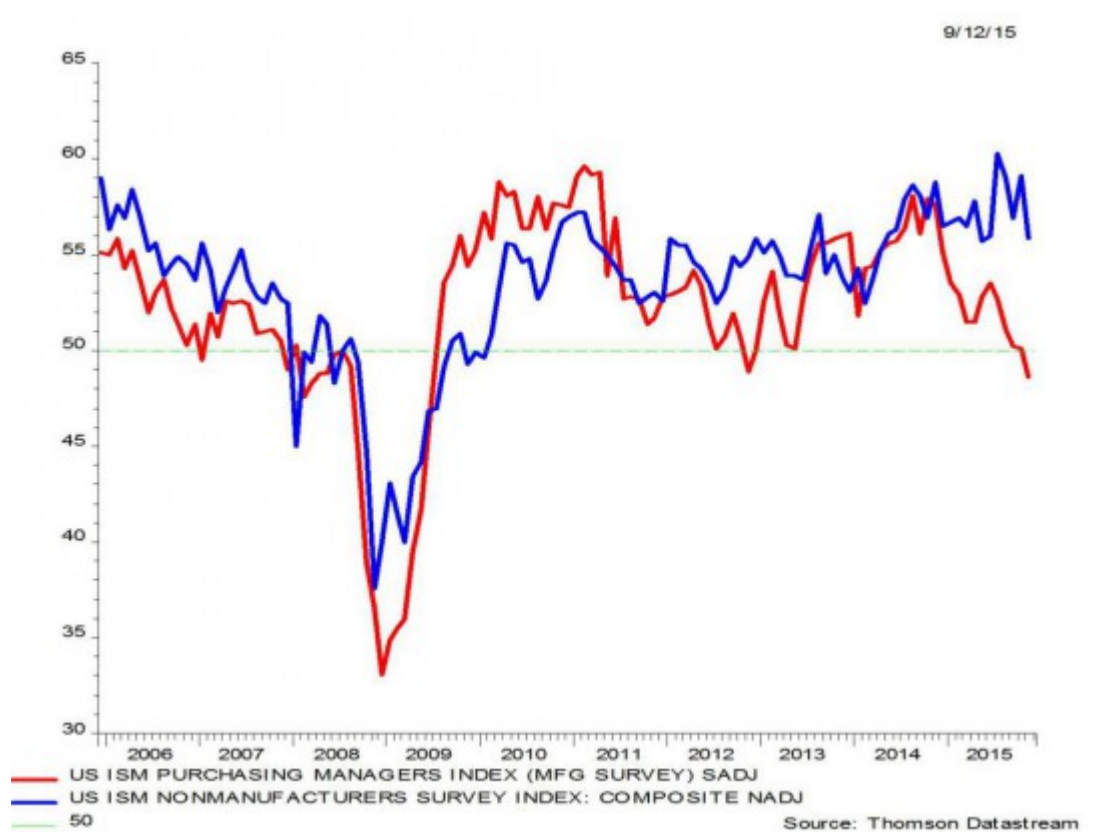
De uitdrukking verwijst naar een paradoxale situatie waarin de protagonist van een episch drama zich bevindt. Toegegeven, meestal door eigen toedoen en door een jeugdzonde als zelfoverschatting ...

Het is onmogelijk voor een gewone sterveling om zich uit een dergelijke situatie te bevrijden. Maar om die reden zijn onvervalste helden en waanzinnige stunts nu eenmaal uitgevonden waardoor er uiteindelijk toch een positief einde kan worden gebreed aan het verhaal. Het zou immers sneu zijn om een actieheld zomaar het onderspit te laten delven - want dergelijke romans verkopen moeilijk en van de verfilming zou er helemaal niets in huis komen.

Een soortgelijke situatie manifesteert zich momenteel ook achter de schermen van de Amerikaanse centrale bank. De anders zo heroïsche voorzitter van de Fed - nog altijd zeer professioneel vermomd als een alledaagse grootmoeder, om de vijand te misleiden - heeft zich door eerdere uitspraken in een precair dilemma gemanoeuvreerd, een ware *catch 22*.

Een renteverhoging op 16 december zal immers de nodige wenkbrauwen doen fronsen, gelet op de problematische, recente conjunctuurcijfers. Eerst bleek de conjuncturele zwakte beperkt tot de anemische industriële sectoren maar nu blijkt uit de laatste ISM-cijfers dat dit verzwakkende beeld zich heeft weten uit te breiden naar de sterk gewaande dienstensector. (Of reageren we alsnog te snel? Uit onze laatste berekeningen blijkt dat de volgende cijfers terug een opwaarts pad zouden inslaan.)

Grafiek 1: ISM-cijfers voor de Amerikaanse industrie (rood) en dienstensector (blauw)



Het uitstellen van een renteverhoging op de volgende Fed-meeting zal echter nog meer wenkbrauwen doen fronsen want dit zou worden geïnterpreteerd als de officiële bevestiging van een nakende economische terugval.

Typisch aan een *catch 22* is dat ordinaire onderdanen, zoals wij, geen oplossing meer kunnen verzinnen - behalve dan de heldin zelf, natuurlijk. Even wachten, dus, tot we op miraculeuze wijze uit deze impasse kunnen worden bevrijd.

Maar we zijn quasi zeker van het verdere verloop van het scenario. De laatste werkgelegenheidscijfers waren redelijk goed, indicatief voor een verder herstel van de arbeidsmarkt en een volgehouden economische groei. Er is weliswaar nog weinig of geen spoor van een versnelling van de loonstijgingen maar de Fed zal zeker het verwijt uit de weg willen gaan dat ze niet tijdig heeft ingegrepen.

Grafiek 2: Loonstijgingen in de Amerikaanse economie



Een potentieel verwijt dat als een smet boven de Amerikaanse centrale bank is blijven zweven toen ze te traag reageerde op de situatie in 2004, een periode die enerzijds werd gevolgd door scherpe loonstijgingen in 2005 die een inflatiespiraal op gang trokken en die anderzijds verdacht veel gelijkens vertoont met de huidige context.

De opstoot van inflatie moest in 2005 worden bestreden met dramatische renteverhogingen (van 1 % naar 5 % in snel opeenvolgende stappen). Een dergelijke ontwikkeling dient nadrukkelijk te worden vermeden om de credibiliteit van de Fed op haar (hoge) peil te houden.

*To fall behind the (inflation) curve* is zowat de ergste nachtmerrie voor een centrale bank. Vandaar dat een beperkte stijging van de beleidsrente met 25 basispunten enerzijds de angst op een opwaartse spiraalbeweging van de lonen kan wegnemen maar anderzijds ook de vrees voor een economische recessie niet onnodig aanwakkert. De commentaar van de Fed-voorzitter zal dan wellicht ook in de richting wijzen van een zeer graduele verhoging van de beleidsrente, genoeg om de alertheid voor potentiële inflatieschokken te onderstrepen maar te beperkt om de industrie negatief te beïnvloeden.

De verhoging van de Amerikaanse beleidsrente betekent overigens niet dat de Amerikaanse of Europese langetermijnrente moet toenemen. Integendeel, ceteris paribus, zou dit zelfs de LT-rente moeten drukken. Enerzijds omdat de centrale bank haar determinatie onderstreept om geen enkele kans te geven aan de ontwikkeling van looninflatie maar anderzijds ook omdat de economische groei - hoe men het ook draait of keert - enigszins wordt afgeremd.

Daarenboven staan de reële rentevoeten op langetermijnoverheidspapier in de VS niet eens laag. Integendeel, de reële rente ligt (ongeveer) op het niveau van de reële economische groeicijfers, precies op het niveau van haar evenwicht op lange termijn.

Een niet te onderschatten factor in deze ingewikkelde vergelijking wordt gevormd door de scherp dalende olie- en grondstoffenprijzen.

Grafiek 3: Olieprijzen in US \$ per vat



De prijzen voor de gitzwarte smurrie zijn in een negatieve spiraal terechtgekomen na een initiële strategische zet van de Arabische oliesjeiks om de energiewinning uit schaliegas (en de Noordzee) af te stoppen. Hetgeen overigens behoorlijk lukt vermits schaliegaswinning niet meer competitief is tegenover olie wanneer de prijs van deze laatste zich onder de \$ 50 per vat bevindt. De zijdelingse schade van dit politiek manoeuvre is echter dat andere olieproducenten hun gemis aan inkomsten stelselmatig en ongebreideld compenseren met extra productie, waardoor het neerwaarts pad van de energieprijzen steeds dieper wordt uitgegraven.

U zult ons hierover niet horen klagen. Een dergelijke evolutie is een zegen voor de Europese economie, die hierdoor een nieuwe adrenalinestoot krijgt toegediend en nu écht niet meer anders kan dan uit zijn as verrijzen.

De Chinese conjunctuurindicatoren blijven echter zwakke cijfers de wereld insturen. Het is echter nog veel te vroeg om hier de handdoek in de ring te gooien. De rentedalingen, versnelde infrastructuurwerken en verlagingen van de reserveverplichtingen van de Chinese banken moeten hun uitwerking nog krijgen en van deze maatregelen kunnen we pas binnen enkele maanden de eerste, geloofwaardige impact meten.

We blijven vandaar overwogen in Amerikaanse aandelen (weliswaar steeds nadrukkelijker gericht op de dienstensector,

maar alert om de switch naar cyclische, industriële waarden te maken bij de eerste bevestiging in die richting). Europese aandelen (breedgespreid, zonder al te veel onderscheid tussen sectoren) worden expliciet overwogen. In de groeilanden geniet enkel India nog het voordeel van de twijfel, maar blijven we posities aanhouden in Chinese consumptiegerelateerde aandelen.

Het (substantiële) obligatiegedeelte van onze portefeuilles blijft opgevuld met Italiaanse, Ierse en Spaanse Overheidsobligaties op lange termijn en met kortetermijnplaatsingen in US dollar.

*Emerging bonds* blijven tot nader order behouden maar de positie in *Frontier Markets* (het meest gedurfde uiteinde van de groeilanden) wordt verder afgebouwd. Het is immers te onduidelijk wat de impact zou zijn van een stijgende US dollarkoers op het rentebeleid van deze regio.