

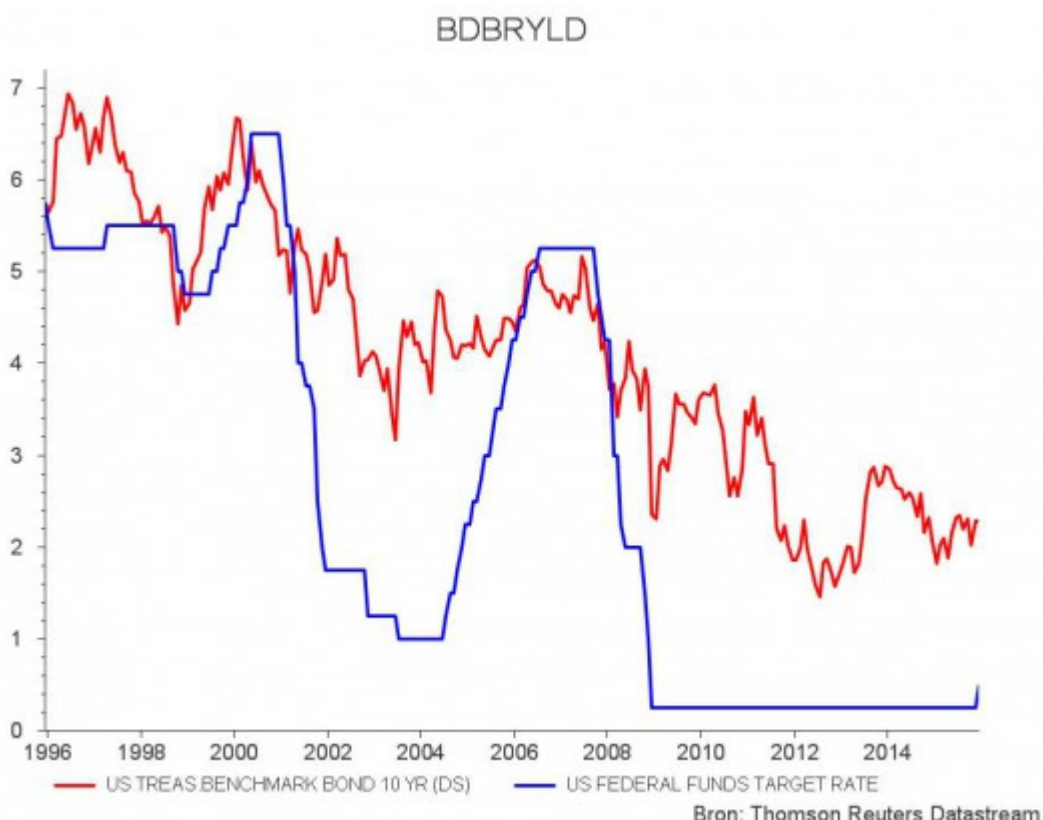
Mevrouw Yellen leidt de Fed.

Zij doet dat goed.

De financiële markten waren eerst nog wat bevreesd voor de (beperkte) verhoging van de Amerikaanse beleidsrente, maar ze werden vakkundig over hun koudwatervrees heen geholpen met enkele duidelijk gearticuleerde en langzaam uitgesproken volzinnen. 't Is maar dat u alles goed begrepen zou hebben ...

Niet dat de financiële markten helemaal ongelijk hadden dat ze de noodzaak om de rente net nu op te trekken in twijfel trokken. Want de jongste conjunctuurcijfers (zowel in de VS als in het overige deel van de planeet) waren ronduit bedroevend en straalden weinig vertrouwen uit over het verloop in de komende maanden. Bovendien bleven de inflatiecijfers (ver) onder de verwachtingen (en officiële doelstellingen). Dat laatste was vanzelfsprekend eerder een gevolg van de verdere terugval van de energiecijfers, maar ook de tewerkstellingscijfers waren niet opvallend sterk, zodat er geen directe dringende reden was om de rentepolitiek te wijzigen. Temeer omdat het hier om een bijzonder emotioneel geladen, sterk gemediatiseerde en hoogst symbolische wijziging ging, namelijk het einde van het 'gratis geld'-tijdperk. Laat ons echter niet overdrijven: deze nieuwe era kan best worden omschreven met het 'bijna gratis geld'-tijdperk. Zoveel verschil maakt deze verhoging van de beleidsrente immers niet. Nog niet, tenminste ...

Grafiek 1: Amerikaanse beleidsrente (blauw) en overheidsrente (10 jaar)



De bepalende vraag was dan ook niet of de Fed de rente zou optrekken, maar wel welk pad van toekomstige renteverhogingen zij voorziet in de komende periode. Het doemscenario van 2004 zindert nog altijd na. De Amerikaanse Centrale Bank voerde toen 17 (!) opeenvolgende verhogingen door en boog zo de opwaartse prijscyclus in de huizenmarkt (ongewenst) om in een neerwaartse spiraal, waarmee tegelijk het startschot werd gegeven voor de latere financiële crisis van 2007-2008.

De Federal Reserve kwam toen duidelijk te laat en kon niet beletten dat onverwachte loonstijgingen zich omzetten in inflatie en daardoor een zichzelf voedende verdere opwaartse cyclus van de consumptieprijsen en lonen creëerde. De Fed-voorzitter wilde deze keer 'ahead of the curve' blijven en heeft daarom - liever te vroeg dan te laat - een preventieve aanval ingezet tegen de potentiële inflatie.

Janet Yellen heeft echter met één woord (letterlijk!) de negatieve sfeer en onzekerheid die altijd gepaard gaan met een wijziging in het monetaire beleid weten om te toveren in feestgedruis.

*In der Beschränkung zeigt sich erst der Meister*, wist een van onze oosterburen ons een tijdje geleden al in te fluisteren. Dat heeft zijn meest expliciete bewijs gevonden in het persbericht dat obliagaat volgt op iedere FOMC-meeting: *We expect only a gradual move ...*

Let op 'only': een geniale, subtiele toevoeging waarbij de vrees voor een ontaarding meteen de kop wordt ingedrukt en iedereen meteen duidelijk wordt gemaakt waar het omgaat. Een zeer beperkte en geleidelijke wijziging (desnoods nog bij te sturen). Meer moest dat niet zijn. Voorlopig toch niet ...

Hieruit kan ook worden geconcludeerd dat er zich momenteel ook weinig problematiek stelt over de rente op langetermijnplaatsingen. Wat op zijn beurt dan ook betekent dat de aandelenbeurzen geen vrees moeten hebben voor de ontwikkelingen van de belangrijke parameter voor hun koerswaarderingen.

Een combinatie van redeneringen en een conclusie die de financiële gemeenschap de kans bood om zich een weekje vervroegd in een uitbundig kerstfeest te storten.

De traditionele donkere dagen voor Kerst nemen hierdoor een interessante wending op de financiële markten die de onvolwassen koersreacties van de voorafgaande dagen snel heeft weten om te buigen tot een (terecht) opwaarts pad.

Het is overigens een open vraag waarom de aandelenmarkten de voorafgaande dagen opnieuw zoveel onzekerheid en volatiliteit moesten uitstralen met scherpe dalingen en bevreedende capriolen. Enerzijds speelde misschien nog de onzekerheid over het rentebeleid in de VS. Maar anderzijds lieten de markten zich opnieuw opschrikken door het economische nieuws uit China. Deze keer waren het niet zozeer de conjunctuercijfers van de Rode reus (die waren net iets beter dan verwacht) maar verslikten de marktanalisten zich in de export- en importcijfers (die behoorlijk onder de verwachting bleven). Dat cijfer is op zich zeker geen goed teken van de gang van zaken in China maar moet worden genuanceerd op basis van het klassieke J-curve-effect: Door de geleidelijke verzwakking van de yuan ten opzichte van de Amerikaanse dollar gaat immers eerst de importfactuur omhoog (en de importvolumes omlaag) en gaan de inkomsten uit export initieel naar beneden voordat de sterkere competitieve positie zich zal ombuigen (in de vorm van een 'J') in merkbare verbeteringen.

Toch blijft de Chinese economische omgeving een zorgenkind, ook in 2016, waardoor we onze posities beperken tot consumptiegerelateerde aandelen. Dat heeft ons overigens een niet te verwaarlozen voordeel opgeleverd ten opzichte van de Hang Seng index.

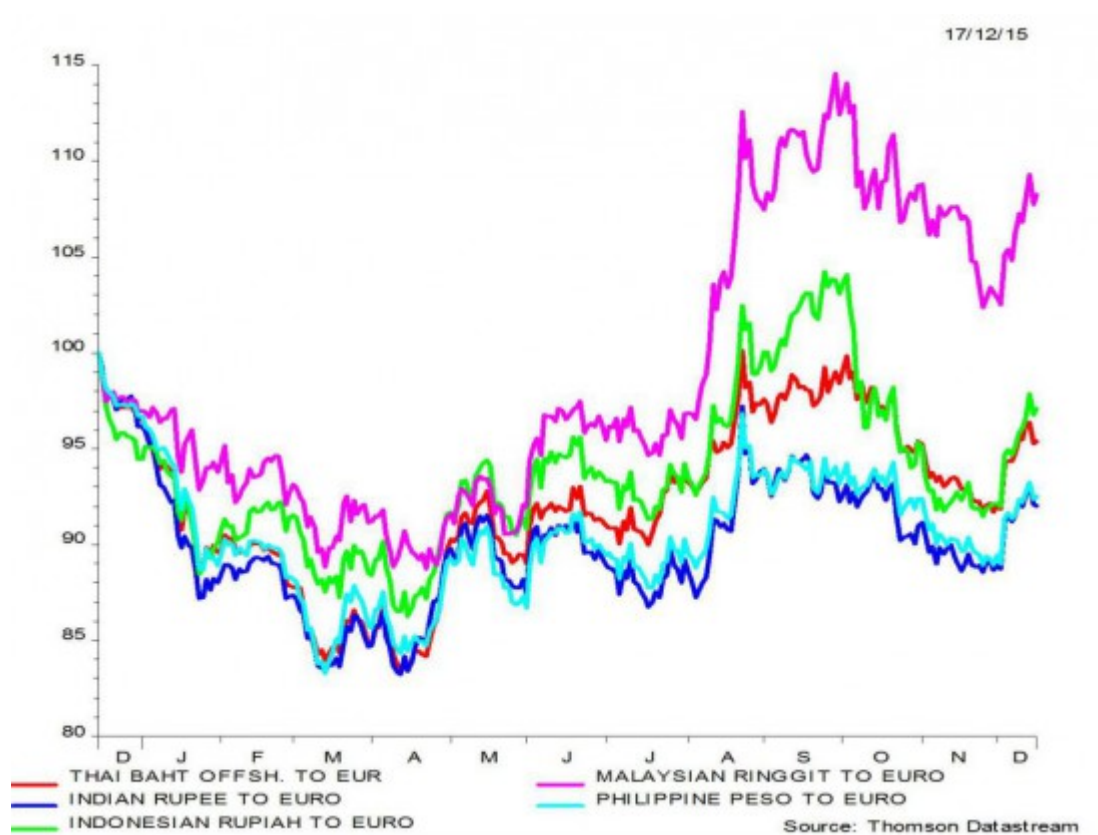
De opwaartse reacties op de aandelenbeurzen mogen onze aandacht niet afleiden van een aantal belangrijke onderliggende problemen. In de VS vormden de jongste conjunctuercijfers een bijzonder onaangename verrassing. Een herhaling van een dergelijk scenario zou niet zonder gevolgen blijven en opnieuw vragen oproepen over de opportuniteit van de (nu bejubelde) rentebeslissing. De sterk uiteenlopende evolutie tussen de dienstensector en de industriële sector zal de overheid overigens voor verdere dilemma's stellen, terwijl de bedrijfsresultaten opnieuw een groeiversnelling moeten kunnen inzetten om ons van een verder opwaarts pad van de aandelenkoersen te helpen verzekeren.

Ook de Europese bedrijfsresultaten moeten in 2016 (eindelijk!) een merkbare verbetering gaan vertonen om een verdere koersstijging van de aandelenkoersen te verantwoorden. Obligatieposities lijken momenteel een eerder probleemloos eerste trimester tegemoet te zien. De determinatie van de ECB om het economisch herstel alsnog te kunnen bewerkstelligen, de zeer lage rentestand en de geïmplodeerde energieprijzen moeten echter zowel de Europese aandelenmarkten aan verdere winsten helpen als de spreads van Spaanse, Italiaanse en Ierse overheidsobligaties verder

laten inkrimpen.

Wij zijn overigens erg benieuwd naar de reactie van de wisselkoersen in Azië. Een Amerikaanse rentestijging lokt immers traditioneel een verzwakking uit van de lokale munten. Op zich niet zo erg, maar als dit de aanleiding vormt tot substantiële dalingen dreigt daardoor de inflatie toe te nemen. Deze evolutie moet dan op haar beurt weer bestreden worden met rentestijgingen, wat de (precaire) economische groei nog meer onder druk brengt. En dat laatste willen we niet gehoord hebben, natuurlijk ...

Grafiek 2: wisselkoersen Azië (ten opzichte van de euro)  
*(Hoger betekent een verzwakking van de munt)*



Vandaar onze blijvende terughoudendheid, zowel wat betreft onze aandelenposities in groeilanden als onze obligatieposities in de meest kwetsbare zone hiervan, met name de zogeheten *frontier markets*.