

Aan ons kunt u alleszins het verwijt niet toesturen dat we onvoldoende sympathie zouden tentoonspreiden voor de krasse dame die de Amerikaanse Centrale Bank met een zachte, doch doortastende hand leiding weet te geven. Onze niet omfloerste bewondering gaat vooral uit naar haar ultiem efficiënte afwerking, de grondige afweging die voorafgaat aan haar decisieve houding en de *soft-spoken* toon en toegankelijkheid waarmee ze haar standpunten verdedigt. Het eerste kenmerk maakt van haar een rolmodel voor de gemiddelde spits bij de Rode Duivels, het tweede maakt van haar een sterk verbeterde versie van de onpopulaire Hillary, terwijl het derde kenmerk een verademing zou betekenen in vergelijking met de schreeuwlelijke Republikeinse presidentskandidaat.

Maar u hebt het intussen al wel begrepen: het is weer *Fedtijd* ...

Op 15 juni vergadert immers het *Federal Open Market Committee* (FOMC) en – gelet op de verbeterde conjunctuurindicatoren – dringt een aantal Fed-gouverneurs er nadrukkelijk op aan om de beleidsrente anticipatief te verhogen om zo een eventuele looninflatie de pas af te snijden.

Hierbij stelt zich een dubbele vraag: zal een verhoging van het Centrale Bank-tarief met 25 basispunten überhaupt volstaan om een loonspiraal af te remmen, eens die het opwaartse pad heeft gekozen? Dit zou erop kunnen duiden dat, indien de Fed zich verplicht voelt om in te grijpen, tegelijk moet worden aangenomen dat er een hele sliert van rentestijgingen dreigt te volgen. De kwalijke herinnering aan de ontwikkelingen in 2004-2005 doemt dan weer op aan de nabije beleggingshorizon met onrustige investeerders die ieder economisch en financieel signaal telkens opnieuw negatief zullen interpreteren, zoals recent nog in januari 2016.

Grafiek 1: evolutie van de Amerikaanse beleidsrente en lonen



De loonmassa steeg toen onverwacht snel en leidde tot een afzichtelijk debacle op de globale aandelenbeurzen. Die beweging bleek nadien grotendeels onverantwoord. De krachtige toename van de salarissen die in de eerste dagen van 2016 werd waargenomen, bleek immers slechts op een tijdelijke anomalie te berusten, maar het wantrouwen in de toekomstige ontwikkeling van de looncomponent in de inflatie-indicatoren is nooit helemaal weggeëbd en kan snel zijn plaats in de schijnwerpers weer opeisen indien bijvoorbeeld uit de werkgelegenheidscijfers van vrijdag 3 juni een te gunstige wending in de arbeidsmarkten zou blijken.

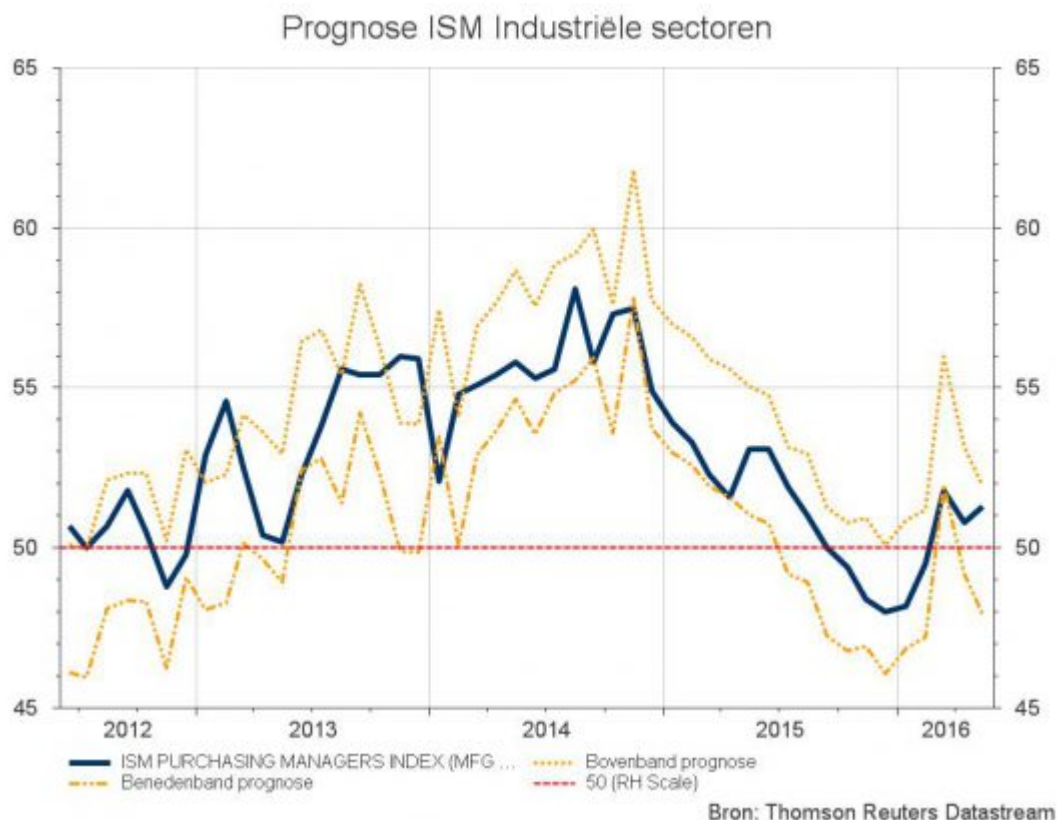
Grafiek 2: evolutie van de wereldbeurzen sinds 01-01-2016 (*returnindex in euro*)



Een tweede vraag stelt zich over de verwachte groei van de Amerikaanse economie. Is die werkelijk zo sterk dat de Fed zich hierdoor verplicht moet voelen om de beleidsrente te verhogen?

Uit het recent gepubliceerde ISM-conjunctuercijfer voor de Amerikaanse industrie kan immers alleszins geen krachtendig herstel van deze industriële sectoren worden afgeleid. Men kan hooguit spreken van een stabilisatie (wat bovendien nog beter is dan wat uit onze prognose daarover kan worden afgeleid). Waarschijnlijk heeft de stijging van de olieprijs een zetje in de opwaartse richting veroorzaakt. Deze stand van de conjunctuurparameter vormt alleszins geen aanleiding tot verhoogde kansen op een verhoging van de beleidsrente en al zeker niet voor een scenario van een snelle opeenvolging van renteverhogingen, stijl 2004.

Grafiek 3: evolutie ISM industriële sectoren VS, in vergelijking met de boven- en onderband van onze prognose.



De kansen op een rentestijging op 15 juni zijn alleszins sterk geslonken ten opzichte van de vorige week. Toen werd er nog een probabiliteit van *1 op 3* toegekend aan een verhoging van de beleidsrente met 0,25 %. De waarschijnlijkheid op zo'n scenario is intussen afgenomen tot *1 kans op 5*. Dat is een niveau waarop de Amerikaanse Centrale Bank normaal nooit ingrijpt in haar rentebeleid. Als ze besluit dat wel te doen, zou dat de financiële markten immers sterk verontrusten. Want het zou erop kunnen duiden dat de Fed over informatie beschikt die nog niet in de marktprijzen zou zijn verdisconteerd en dat is van aard om het onzekerheidsgevoel bij beleggers sterk aan te wakkeren.

De waarschijnlijkheidsgraad om in te grijpen op het rentefront is echter wel gestegen met betrekking tot de FOMC-ontmoetingen van 27 juli en 21 september. Respectievelijk stijgen hier de kansen op een opwaartse aanpassing van het rentebeleid tot 60 % en zelfs tot *2 op 3* in september. Als de conjunctuur deze bewegingen ondersteunt hoeft er geen enkel probleem te zijn voor de aandelenbeurzen en zelfs niet voor de obligatiemarkten. De inflatie wordt immers zodoende tijdig bezworen, zodat de langetermijnrente niet hoeft te stijgen.

Het enige gevaar dat zich hierbij stelt, wordt gevormd door het tweesnijdende zwaard van enerzijds een potentiële vergissing van de Fed, waarbij de rente onnodig wordt verhoogd en men zich nadien onverwacht geconfronteerd ziet met een terugval van de economische activiteit. Bijsturen kan dan moeilijk zonder gezichtsverlies of zonder dat de nodige vraagtekens worden geplaatst bij de geloofwaardigheid van de Federale Reserve. Anderzijds kan de renteverhoging onvoldoende blijken om de versnelling van de loonmassa af te zwakken, zodat verdere stijgingen zich opdringen waardoor mogelijk een onnodige recessie wordt uitgelokt.

Maar zover zijn we nog lang niet. Als de dienstensectoren en het werkgelegenheidsrapport op een moderaat verloop van de economische activiteit wijzen, dan kan de rentestijging nog wat worden vooruitgeschoven, zodat de herstelbeweging zich ongehinderd kan voortzetten. Als ...

Het volstaat tot vrijdagmiddag te wachten voor een duidelijk antwoord op deze probleemstelling.

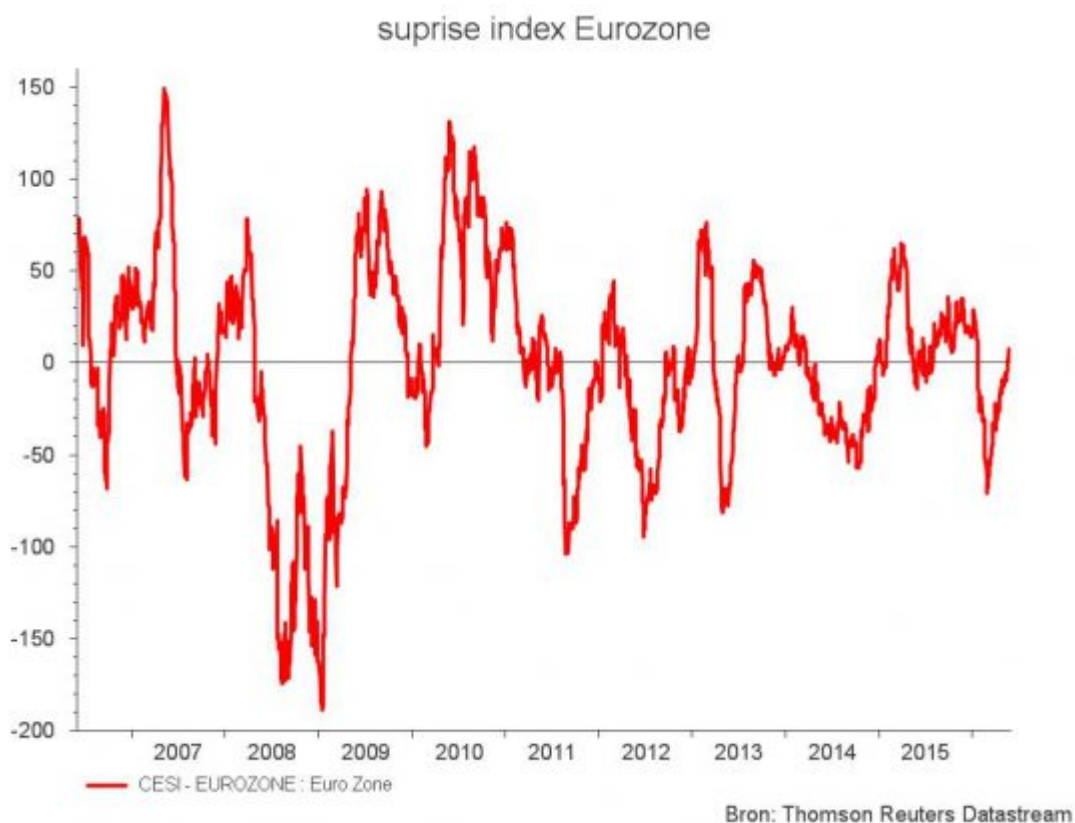
Intussen waggelt de Chinese economie voort, maar wel steeds nadrukkelijk gesitueerd in een opwaartse trend. De terugval in de industriële component blijkt intussen te zijn gestabiliseerd. Als de dienstensectoren zich de komende maanden wat weten aan te sterken, dan lijkt het gevaar op een verdere terugval van de Chinese economische activiteit te zijn bezworen en kan de grote Rode Reus opnieuw als een solide platform worden beschouwd.

Beleggingstechnisch blijven we onze benchmarks zeer getrouw volgen met neutrale gewichten die worden toegekend aan de aandelenposities. Maar binnen deze beleggingscategorie blijven we een overweging toekennen aan Amerikaanse dienstensectoren en Europese waarden.

De Europese conjuncturele indicatoren duiden overigens op een lichte verbetering. In ieder geval blijken de cijfers nu (lichtjes) beter uit te vallen dan aangenomen (of beter gesteld: *gevreesd*).

De *surprise-index*, die het waargenomen niveau afzet ten opzichte van de verwachting, lijkt alleszins te duiden op een geleidelijke verbetering. Ook de kredietvolumes blijken een hoger groeipad te hebben gevonden.

Grafiek 4: surprise-index voor de Europese economie
Deze grafiek beantwoordt de vraag of de cijfers beter of slechter zijn dan verwacht.



Voldoende om een hart onder de riem te steken van de ECB, maar nog ruim ontoereikend om de beleidsrente weer in een positieve zone te brengen of om het *quantitative easing*-programma vroegtijdig stop te zetten. Vandaar dat we in onze beleggingsstrategie de nadruk blijven leggen op Ierse, Spaanse en Italiaanse overheidsobligaties.