

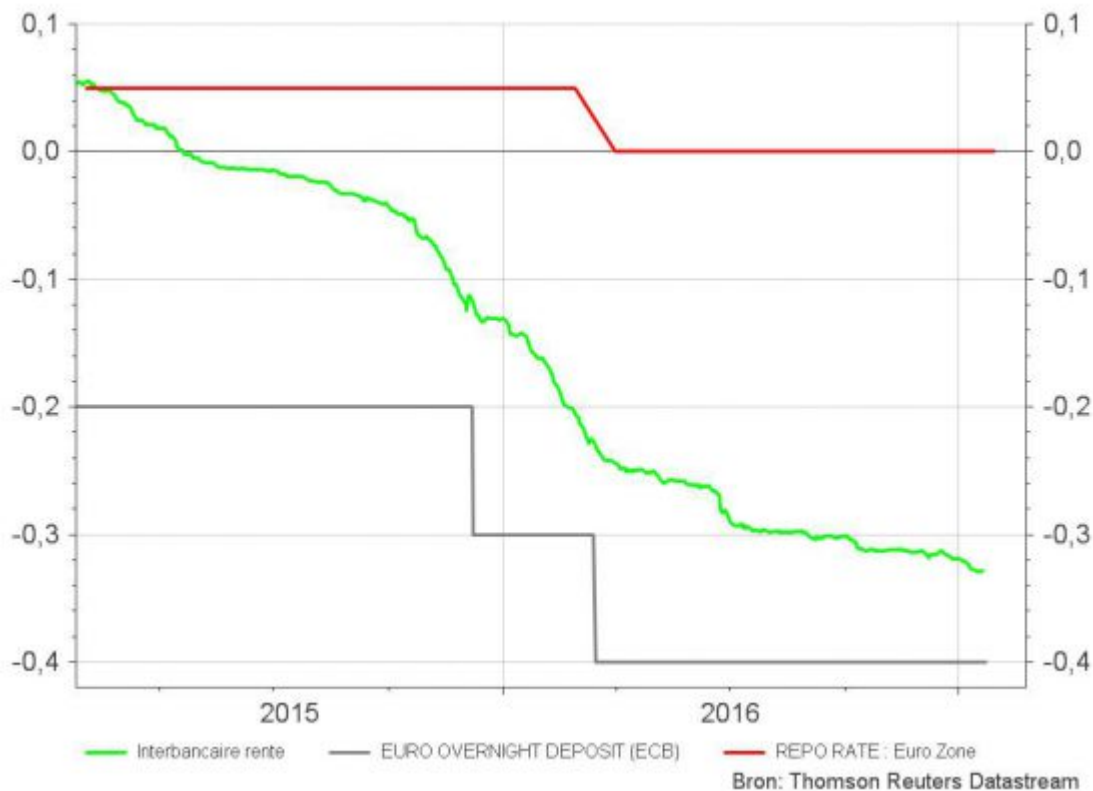
Nog niet zo lang geleden werd hij het land nog uitgejaagd, weggehoond, tot volksvijand nr1 uitgeroepen, vernederd en met pek en veren getooid, verbannen. Maar zie: de verworpene van destijds werd de hoeksteen van het monetaire beleid van de ECB en wordt nu bij zijn terugkeer opgewacht door een enthousiaste menigte die ervan uitgaat dat de inflatie nu wel zijn lesje zal geleerd hebben, zich in de toekomst voorspelbaar zal gedragen en nooit meer al te ver van het gewenste niveau zal wegdwalen.

Grafiek 1: Inflatieverwachtingen en gerealiseerde inflatie in de Eurozone



De 2%-norm komt nadrukkelijk in zicht met opverende inflatieverwachtingen die zich reeds rond 1,4% situeren. Dit zal de ECB er echter nog niet toe bewegen om haar beleid en rentepolitiek te wijzigen, hetgeen concreet betekent dat de interbancaire rente in de eurozone zich nog wel een tijdje in negatieve regionen zal ophouden. De monetaire overheid blijft immers via de zeer lage reporente voldoende druk uitoefenen om de rentetarieven in het algemeen laag te houden, terwijl de negatieve officiële depositorente van de ECB een dusdanige penalisatie oplegt aan het aanhouden van liquiditeiten dat banken graag een prijs betalen om ervan af te zijn en vandaar vriestemperaturen in stand houden op de interbancaire markten en hierdoor specifiek de rente op korte termijn extreem laag houden.

Grafiek 2: Beleidsrente in de eurozone: reporente, depositorente en interbancaire rente



Dat het opwekken van inflatie zich over de recente periode wist te verheffen tot een belangrijke beleidsdoelstelling hoeft niet te verbazen: Te lage inflatie leidt uiteindelijk tot een verwachting van deflatie en tot ongewenste aanpassingen van het consumptiepatroon waarbij de consument uitstelgedrag begint te vertonen en hierdoor de economie verder vertraagt, bijkomende werkloosheid creëert en uiteindelijk de prijzen nog lager drijft waardoor een neerwaartse spiraalbeweging ontstaat. Een inflatieritme van 2% wordt hierbij als ideaal aanzien want hierdoor zal enerzijds de consument zich niet geroepen voelen om zijn bestedingen uit te stellen maar kunnen bedrijven ook innovatieve investeringen uitvoeren om de kwaliteit en efficiëntiegraad van hun producten te verbeteren en dit aan te rekenen aan de eindgebruiker.

Maar de belangrijkste reden is wellicht de beperkte neerwaartse flexibiliteit van de nominale lonen. Bij negatieve prijsontwikkelingen dreigen hierdoor de winstmarges van bedrijven snel te eroderen, wat werkloosheid uitlokt, consumptieve bestedingen doet afnemen en opnieuw een neerwaartse dynamiek op gang brengt.

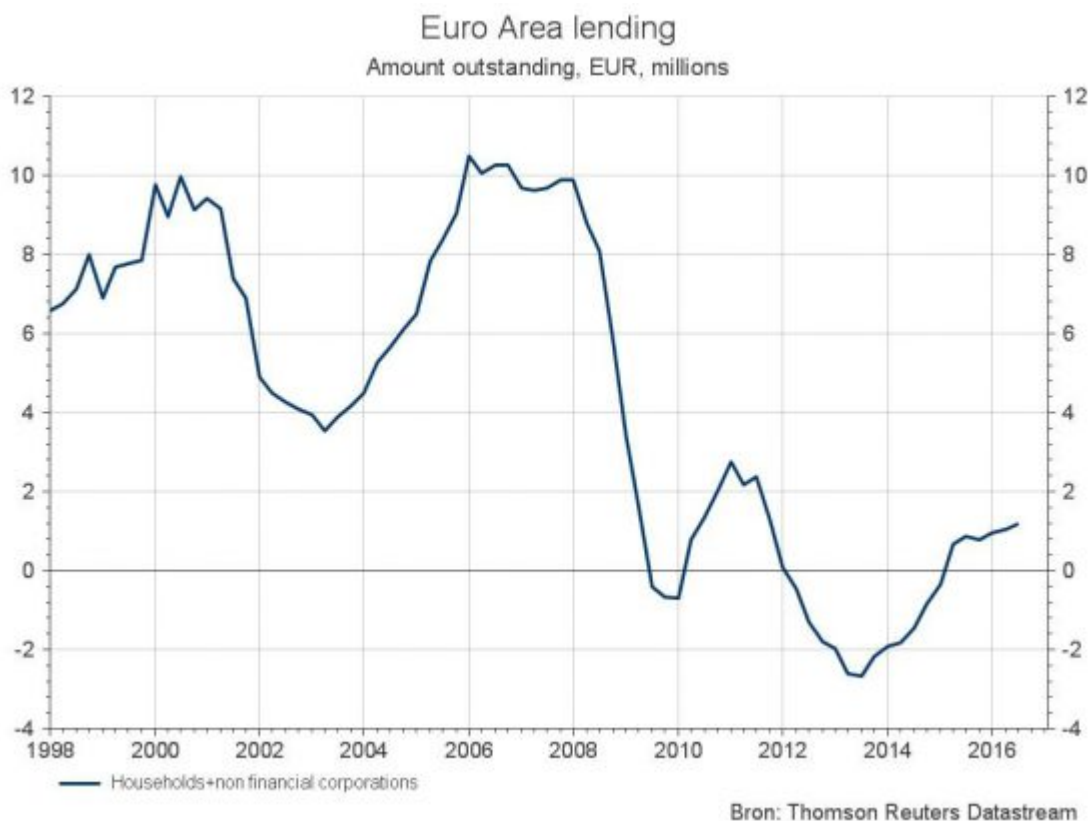
Doorgedreven geldcreatie is hierbij het meest voor de handliggende beleidsinstrument maar dit werkt alleen naar behoren wanneer de gecreëerde liquiditeiten ook daadwerkelijk in de reële economie terecht komen en niet - spreekwoordelijk - blijven plakken op de passiefzijde van de bancaire balans. De middelen die de ECB ter beschikking stelt, moeten vandaar via goedkope kredieten bij bedrijven en particulieren terecht komen om op die manier de investerings- en consumptiemotor van de economie aan te zwengelen.

De tactiek van de ECB is hierbij zonneklaar. Ieder beleggingsalternatief moet zodanig onaantrekkelijk worden gemaakt dat financiële instellingen hun rentabiliteit enkel op peil kunnen houden door effectief massaal en zonder al te veel terughoudendheid kredieten te verstrekken en bedrijven op hun beurt hiervan gebruik maken om de aangetrokken financiering om te zetten in investeringen en de creatie van werkgelegenheid. Maar bij beide partijen vereist dit voldoende vertrouwen in het economische herstel en daar wilde het in de laatste jaren - terecht - wel eens aan ontbreken.

De kredietverlening heeft vandaar zeker nog niet het groeiritme dat in ideale omstandigheden overeenstemt met de

geldcreatie van de ECB maar toont de nodige opwaartse veerkracht om de beleidsnemers ervan te overtuigen dat hun politiek de reële economie op het juiste opwaartse pad heeft gebracht en voortgezet moet worden tot het beoogde doel in zicht komt.

Grafiek 3: Groeiritme Kredietverlening in de eurozone



Een dergelijke evolutie is vanzelfsprekend van aard om de LT-rente op overheidsobligaties enkele tientallen basispunten opwaarts te doen bewegen, hetgeen de gemiddelde tarieven van Europese obligaties pal in het midden brengt van het door ons uitgestippelde kanaal. De Duitse rentevoeten bevinden zich intussen aan de onderkant van ons prognosepad.

Deze ontwikkeling is dus geenszins alarmerend en wijst enkel op een normalisatie van de rentetarieven en een anticipatie op de stopzetting van het *quantitative easing*-programma van de ECB op het einde van 2017 maar dit geeft wel aan dat er nog weinig investeringsresultaten mogen worden verwacht van obligaties op lange termijn. We verkorten vandaar geleidelijk onze looptijden en concentreren ons enkel nog op mogelijke spreadvernauwingen in de eurozone door het opnemen van Italiaanse, Spaanse en Ierse staatsobligaties (met kortere looptijden), aangevuld met een brede selectie van obligaties uit groeilanden.

Van particuliere investeerders wordt verwacht dat de relatief hoge risicopremies die op Europese aandelenmarkten worden geboden, voldoende hoge risicobuffers aanbieden om risicodragende beleggingen geleidelijk een hoger gewicht te geven in hun portefeuilles.

Relatief lage waarderingen, hoge risicopremies, relatief lage rentevoeten, in combinatie met herstel in conjunctuurindicatoren en een positief momentum in verwachte bedrijfsresultaten bieden een stevig platform aan de Europese aandelenmarkten. De geopolitieke ontwikkelingen en de (verwachte) strapatsen van de nieuw aangetreden Amerikaanse president vertroebelen echter het zicht. Maar dat weet u intussen. Precies in troebel water is het goed vissen



Kijk wie terug is!

...