

Hoed u vooral voor haakneuzen

We hebben het slechts van horen zeggen, maar willen het desondanks gerust als waarheid poneren: ter culturele verheffing van de Noord-Koreaanse jeugd worden de lagere scholen aldaar verfrist met muurschilderingen met een steeds weerkerend thema. Op de ene muur worden (overigens erg realistisch uitgebeeld) enkele Koreaanse jongetjes aan een boom vastgebonden en op afschuwwekkende wijze gemarteld, terwijl op de andere muur een aantal verschrikte lokale deernen zich haastig uit de voeten maken. Bij de eerste aanblik van dit tafereel is het overigens al duidelijk dat ze het niet zullen halen van hun achtervolgers, aan wier oneerbare intenties overigens bezwaarlijk kan worden getwijfeld. De boosdoeners in beide panelen zijn makkelijk identificeerbaar. Niet zozeer aan hun militaire uniformen, maar wel aan de joekel van een haakneus waarvan ze steevast voorzien zijn en dat de eenduidige associatie legt met de gehate vijand uit de VS.

Niets werkt zo goed om een volk te verenigen als een externe vijand die men ongehinderd en generaties lang met stereotypen en karikaturen kan overladen. Gebeurt bij ons overigens niet hetzelfde, zonder dat we het beseffen?

Het helpt ons misschien om te begrijpen waarom de Noord-Koreaanse leider zich laat leiden tot - in onze ogen - volkomen nutteloze en desperate acties. Dergelijke schijnbewegingen in de marge zijn echter van vitaal belang voor het behoud van zijn eigen machtspositie. Iedere raketlancering werd in westerse ogen dan ook geïnterpreteerd als bestemd voor louter intern Koreaans gebruik, zonder meer.

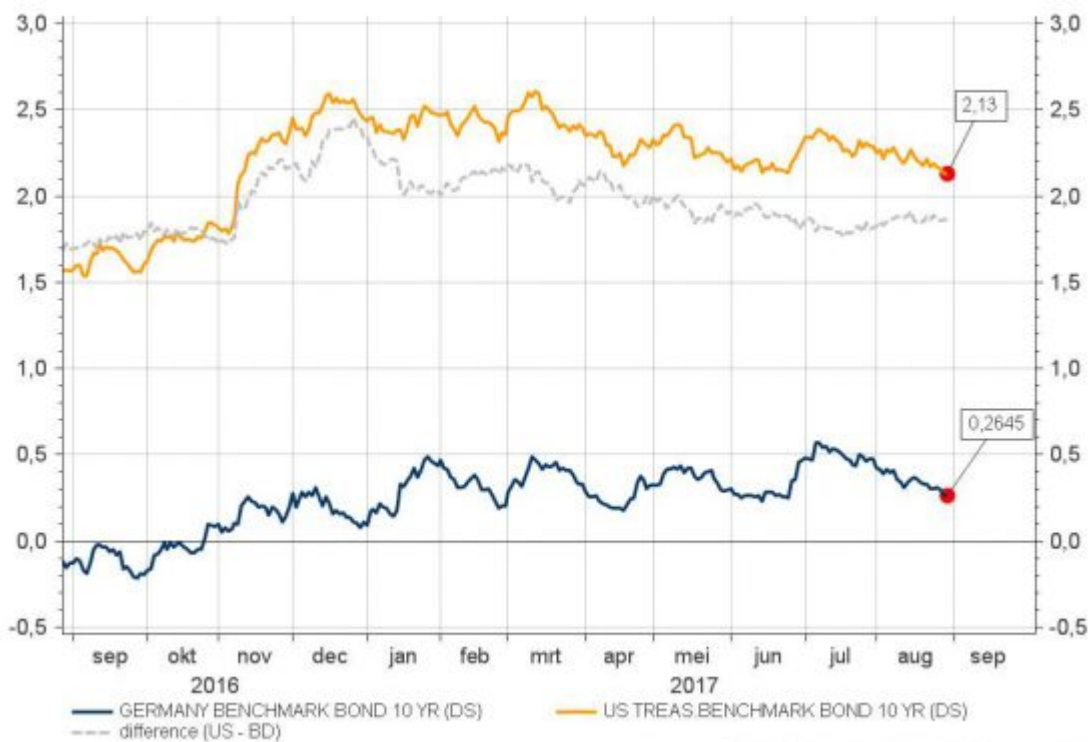
Wanneer de raketten echter over dichtbevolkt Japans grondgebied beginnen te zoeven, dan houdt de (financiële) wereld toch even de adem in. Deze tuigen zijn immers van bedenkelijke kwaliteit, zodat ze zomaar per abuis op een Japans flatgebouw kunnen neerstorten, terwijl aan de andere kant van dit kinderachtige spel een Amerikaanse president staat die al evenmin van genuanceerd denken verdacht kan worden.

De beurzen kregen dinsdag dan ook een optater te verwerken toen het nieuws van de schending van het Japanse luchtruim wereldkundig werd gemaakt, vooral ook omdat men een onstuimige tegenreactie van Amerikaanse zijde verwachtte. Maar vermits het gevreesde verbale opbod via stoer klinkend getwitter deze keer opvallend uitbleef, vermoedde men toch enige terughoudendheid. Dat is precies wat de Chinese president nodig heeft om een oplossing te bereiken, op voorwaarde dat hij het nodige geduld aan de dag legt, enige kennis heeft van de vertroebelde psyche van de tegenstrever, en respect toont voor het traumatische verleden van het Koreaanse schiereiland, dat na de onvergeeflijke misdaden van de Japanse bezetter ook nog met de militaire vuist van de Amerikanen werd geconfronteerd. Dat China tegelijkertijd zijn economische macht kan laten voelen, vormt daarbij vanzelfsprekend een belangrijke bijkomende troef. Als dat niet meer werkt, dan hebben we inderdaad een écht probleem.

De aandelenbeurzen herstellen intussen vrij vlot van deze paranoïde rakettest, maar tonen zich nu al enkele weken van hun zwakste kant. Dat komt enerzijds simpelweg door een gebrek aan goed nieuws (dat nodig is om de koersen op recordniveaus te houden), anderzijds weerspiegelt dit ook een aantal bezorgdheden die nu de kans krijgen om aan de oppervlakte te komen, in de luwte van de vakantiemaanden en de daarmee gepaard gaande gebrekkige liquiditeit op de financiële markten.

Een belangrijke bron van ongerustheid is het mogelijke toekomstige beleid van de ECB. Uit de laatste economische cijfers [\[1\]](#) blijkt immers dat de eurozone een relatief gunstige conjunctuurprognose kan voorleggen, zodat men ervan uitgaat dat het *quantitative easing* programma van de ECB (vervroegd) zou kunnen worden stopgezet.

Grafiek 1: LT-rentevoeten in de VS en de eurozone



Bron: Thomson Reuters Datastream

Deze opstoot voedt opnieuw allerlei speculaties, maar vooralsnog blijven de reacties getemperd. Wellicht is dit toe te schrijven aan de al met al relatief bescheiden groeicijfers die hieruit voor de economie van de eurozone kunnen worden afgeleid. De indicator geeft echter wel aan dat de economische jaargroei in Duitsland al in 2017 boven de 2% zal klimmen en dat zou voor het eerst zijn sinds 2011.

De laatste indicatoren in de VS wezen er dan weer op dat de Amerikaanse economische groei eerder naar een lagere versnelling is geschakeld, waardoor een stijging van de beleidsrente steeds verder in de toekomst^[ii] wordt geplaatst. De vermoede tweespalt in het groeiritme van het oude versus het nieuwe continent leidde tot een verdere verzwakking van de wisselkoers van de Amerikaanse munt, die opnieuw drastisch aan waarde verloor naar aanleiding van de recente Noord-Koreaanse rakettest. De financiële markten vrezen immers dat de Amerikaanse president te impulsief^[iii] zou overgaan tot radicale tegenmaatregelen, die het hele conflict dreigen te laten escaleren tot een wereldbrand. Of je in een dergelijk geval dan beter af bent met euro's dan wel met dollars in je portefeuille, moet overigens nog worden afgewacht.

Toegenomen spanningen ontladen zich op de financiële markten telkens weer op het zwakst gepercipieerde punt en dat is momenteel de Amerikaanse wisselkoers. Deze kwetsbaarheid wordt voornamelijk toegeschreven aan een drietal factoren, met name de wankel politieke positie van de Amerikaanse president, de schijnbare conjuncturele verzwakking van de VS in verhouding tot de eurozone, en de al genoemde geopolitieke ontwikkelingen.

De strapatsen van president Trump herhalen zich voldoende frequent om reeds tot een zekere gewinning aanleiding te geven. Daarenboven lijkt het voor de democratische partij veel opportuener om te zwaaien met het dreigement van ontzetting uit het presidentiële ambt (vanwege de zoveelste affronterende uitspraak of nieuwste ontluisterende onthulling) dan effectief over te gaan tot een impeachment procedure. Als dit laatste zou lukken, dan neemt de vice-president immers het stokje over en biedt men hem een gratis presidentieel platform aan. Dat zal overigens met dank zal worden aanvaard

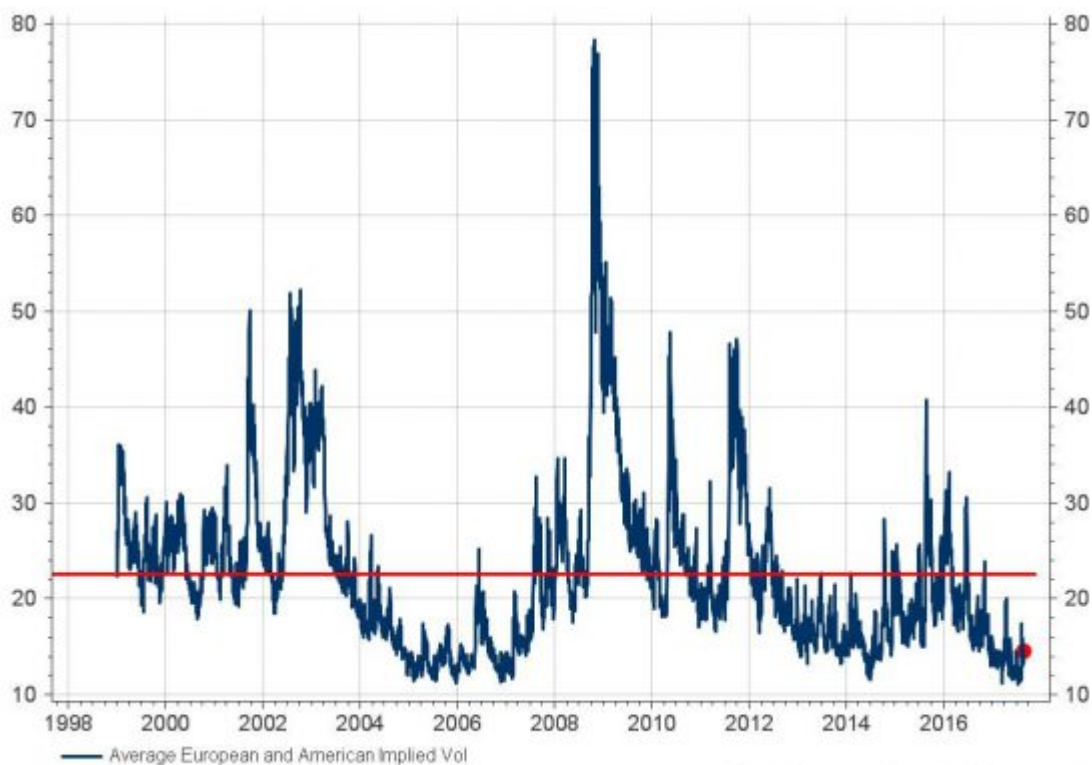
door deze persoon, die ongetwijfeld een veel minder labiele persoonlijkheid heeft. Vandaar dat het politieke vacuüm waarvoor de financiële markten blijkbaar vrezden, eerder een relatief stabiel platform biedt voor de president of zijn eventuele opvolger. De zwakte van de dollarkoers is vanzelfsprekend mede toe te schrijven aan de vrees voor een escalatie in Noord-Korea, maar lijkt een belangrijk deel van zijn motivatie te vinden in de hoger gepercipieerde kans op een beëindiging van het *quantitative easing* proces in de eurozone, waardoor de LT-rente in de eurozone sneller kan toenemen dan in de VS.

In het perspectief van een stevigere economische groei op het oude continent lijkt dit te wijzen op een inkrimping van het reële renteverschil tussen de VS en de eurozone. Vandaar de specifieke aandacht voor de toespraken van de voorzitter van de ECB en de Amerikaanse Centrale Bank tijdens de jaarlijkse hoogmis van de Centrale Bankiers, die traditiegetrouw rond deze periode plaatsvindt in Jackson Hole.

Wij menen echter dat, behoudens de gevreesde verregaande interne of geopolitieke gebeurtenissen, de Amerikaanse economische groei in het najaar opnieuw een hoger groeipad zal opzoeken, terwijl de LT-rentetarieven in de eurozone nog niet onmiddellijk aan opwaartse druk onderhevig zullen zijn. De kredietgroei is daarvoor nog steeds te laag, terwijl het verwachte inflatiecijfer nog te ver verwijderd is van de beleidsdoelstelling van de ECB.

Intussen blijven de basisvoorwaarden voor een geleidelijke stijging van aandelenbeurzen vrij intact, zodat de posities in aandelen overwogen blijven. De risicopremies blijven hoog, de ondernemingswinsten nemen toe, en de LT-rentetarieven blijven tot nader order extreem laag in de eurozone en tonen ook in de VS weinig neiging tot stijging. De kans bestaat dat de Amerikaanse rentetarieven in beperkte mate toenemen wanneer in het najaar zal blijken dat de economische activiteit herneemt en ook de loonmassa enigszins begint te versnellen.

Grafiek 2: Gemiddelde verwachte volatiliteit op aandelen in de VS en de eurozone



Bron: Thomson Reuters Datastream

Opvallend hierbij is de blijvend lage (verwachte) volatiliteit op de beurzen, hetgeen een belangrijke invloed uitoefent op de gevoerde asset allocatie en de aandelenposities een overgewicht toekennen, ten koste van obligaties, waarvan overigens de rentevergoeding nog verder is afgenomen. Hierdoor worden enkel nog Italiaanse en Spaanse overheidsobligaties in de posities opgenomen, aangevuld met enkele marginale posities in Polen en India, een breed gespreide emerging bondsportefeuille en - gelet op de gevoerde argumenten - een voorzichtige maar gestage opbouw in US \$-posities.

[i] De meest recent gepubliceerde conjunctuurindicator duidt op een piekactiviteit in de afgelopen maand, zowel voor de totale economie als voor de industriële sectoren, met respectievelijk de hoogste waarden sedert 6 jaar en sedert april 2011.

[ii] De prijzen voor kortlopend schatkistpapier op de futuresmarkten geven als indicatie dat een volgende verhoging van de Amerikaanse beleidsrente pas na de FOMC-vergadering van 21 maart 2018 moet worden verwacht, dit in tegenstelling tot het verwachtingspatroon van enkele maanden geleden, toen met quasizekerheid een nieuwe renteverhoging ten laatste in december 2017 werd vooropgesteld.

[iii] Om een veelvuldig gehoord misverstand even recht te zetten: de Amerikaanse militaire interacties die eenzijdig door de president worden doorgevoerd, zonder hiervoor de nodige ruggensteun te zoeken in het parlement, zijn in historisch perspectief steeds de meest doortastende gebleken, vooral gelet op de snelheid waarmee het conflict kon worden opgelost. Militaire acties met parlementaire steun duren opmerkelijk veel langer.