

In de oorspronkelijke versie liep het nog faliekant af. Terecht overigens. Met een combinatie van jeugdige overmoed, manifeeste ongehoorzaamheid, een excentriek rood hoofddeksel en onwaarschijnlijke naïviteit, riep het hoofdpersonage haar wrede lot alleen maar over zichzelf af.

De wolf, die overigens alleen maar zijn werk deed, had als antagonist nog de goedheid de verhaallijn van enige animositeit te voorzien met een verrassende verkleedpartij, waarbij zijn grote tanden hem helaas verraadden.

Maar verhalen met een slechte afloop verkopen niet goed, zodat de gebroeders Grimm er dan maar een ongeloofwaardige plotwending bij verzonnen om alsnog met een *happy end* te kunnen afsluiten.

Plots gromde ook oma Yellen heel even en liet haar scherpe tanden zien. Net lang genoeg om de financiële goegemeente erop te wijzen dat het haar menens was met de bestrijding van de inflatie. Weliswaar houdt deze volksvijand nummer 1 zich momenteel nog diep verscholen in het dichte woud van de toekomst, maar de Fed -voorzitter gaf, zonder enige terughoudendheid, aan dat ze bereid was om dit gevaar af te wenden met enkele doortastende verhogingen van de beleidsrente.

Daaromtrent was in het recente verleden enige twijfel gerezen, omdat de inflatie al dermate lang laag blijft dat er sprake zou kunnen zijn van een structurele wijziging in de economische patronen, die eerder de aanleiding vormden tot een ontsporing van het algemene prijspeil. Dergelijke ontwikkelingen waren in het verleden meestal het gevolg van sterk stijgende lonen tijdens fases van hoogconjunctuur en manifesteerden zich telkens wanneer de werkloosheidsgraad daalde onder een bepaald niveau, dat zich sinds mensenheugenis situeert rond de 5%.

Grafiek 1: Werkloosheidsgraad en salariscroei in de VS



De huidige werkgelegenheidscijfers wijzen er echter op dat we ons nu al geruime tijd onder dit niveau bevinden zonder dat er enige inflatoire druk wordt waargenomen. De verleiding is dan groot (en erg begrijpelijk) om deze gevaargrens op een

lager niveau te gaan situeren om de verdere ontwikkeling van werkgelegenheid alle kansen te geven. Vergeet hierbij niet dat het algemene werkloosheidspeil zich weliswaar slechts op 4,4% bevindt, maar dat de cijfers voor belangrijke segmenten van het Amerikaanse kiespubliek, zoals de hispanics en de Afro-Amerikaanse gemeenschap, zich nog ruim boven de 8% bevinden.

Maar de immer bedaarde voorzitter van de Centrale Bank gaf met enkele welgemikte zinnen onmiddellijk te kennen dat dergelijke experimenten niet aan haar besteed zijn. Waarom zo'n risico's nemen met een goed draaiende economie? Zeker als we niet precies kunnen duiden waarom de inflatie zich zo gedeisd houdt. Is dit het gevolg van technologische ontwikkelingen die leiden tot een structureel overaanbod, of gewoon de consequentie van de doorgedreven globalisering? De Fed-voorzitter, klassiek opgeleid als ze is in de dogmatische economische leer van de jaren zestig, omschrijft de huidige paradoxale ontwikkeling dan ook als 'mysterious'. Daarbij is het voor de ervaren waarnemers meteen ook duidelijk dat, bij gebrek aan voldoende analytisch inzicht in dit recente fenomeen, de Centrale Bank geen risico's zal nemen en de beleidsrente - desnoods gevoelig - zal optrekken, ook als dit de werkloosheid wat verhoogt.

Grafiek 2: Evolutie van de verwachte inflatie in de VS en de eurozone



In even niet mis te verstane bewoordingen werd aangegeven dat vanaf oktober werk zal worden gemaakt van het afbouwen van de balans van de Centrale Bank, die tot een historisch ongeziene dimensie is uitgegroeid na de massale aankopen van overheids- en bedrijfsobligaties om de LT-rente lager te drijven. Yellen voegde er echter onmiddellijk aan toe dat het balansvolume van de Centrale Bank geen beleidsdoelstelling vormt. Dit is jargontaal voor de flexibiliteit die de monetaire overheid zich toe-eigent om haar politiek van balansinkrimping zonder meer stop te zetten indien dit, om welke reden dan ook, nodig zou blijken.

Wanneer een dergelijke wijziging van de monetaire politiek door om het even wie anders dan Janet Yellen zou zijn uitgesproken, dan was de beleggerskudde op hol geslagen. Het doembeeld van een hogere KT-rente, die de economische groei afremt, gecombineerd met het gevaar voor inflatie en hogere investeringskosten (omdat de LT-rente dreigt te stijgen

als de Fed obligaties begint te verkopen), is immers van aard om het startschot te geven voor een wilde vlucht.

Maar niets van dat alles. De Fed-voorzitter wees op overtuigende wijze op de zeer gunstige ontwikkelingen van de Amerikaanse economie, met een gelijkmatige uitbouw van de groei in diensten en industrie, het matige peil van de salariscroei, de hoge werkgelegenheidsgraad en de hoopgevende voorspellingen voor de wereldeconomie. De financiële markten moeten in dergelijke omstandigheden in staat worden geacht de voorgestelde beleidsmaatregelen met gemak te absorberen. En zo geschiedde. De LT-rente werd opnieuw lager. De beurzen reageerden met een nieuwe opsprong en de dollarkoers, die initieel was opgeveerd, verzwakte (helaas) opnieuw. Wellicht heeft dat laatste echter vooral te maken met de weinig doordachte uitspraken van de Amerikaanse president aan het adres van zijn Noord-Koreaanse ambtgenoot.

Moderate economische groei, weinig inflatiedruk, stevige bedrijfswinsten, lage werkloosheid, ... All is well in paradise.

Hoewel. Yellen, nog maar pas terug uit het ziekenhuis, sprak immers nog bedaarder dan vroeger, mispakte zich soms aan een woord dat wat meer lettergrepen bevatte dan gemiddeld en keek opvallend dikwijls, soms zelfs wat desperaat, ergens naar links beneden, op zoek naar een glas water om haar opkomende hoestbuien te onderdrukken - wat niet lukte.

Samen met Merkel vormt deze kranige dame een rots in de branding, in tegenstelling tot de woelwaters die de huidige geopolitieke scène onveilig maken. Een kuchje te veel verontrust ons dus meer dan de onderliggende, evidente boodschap van de Amerikaanse Centrale Bank, met name dat er een licht hogere LT-rente op komst is, dat er een zeer geleidelijke, niet-dringende afbouw van de activa op de balans aan de orde is, en dat men alert blijft om elke potentiële opstoot van inflatie te bestrijden, onder andere door middel van een hogere beleidsrente.

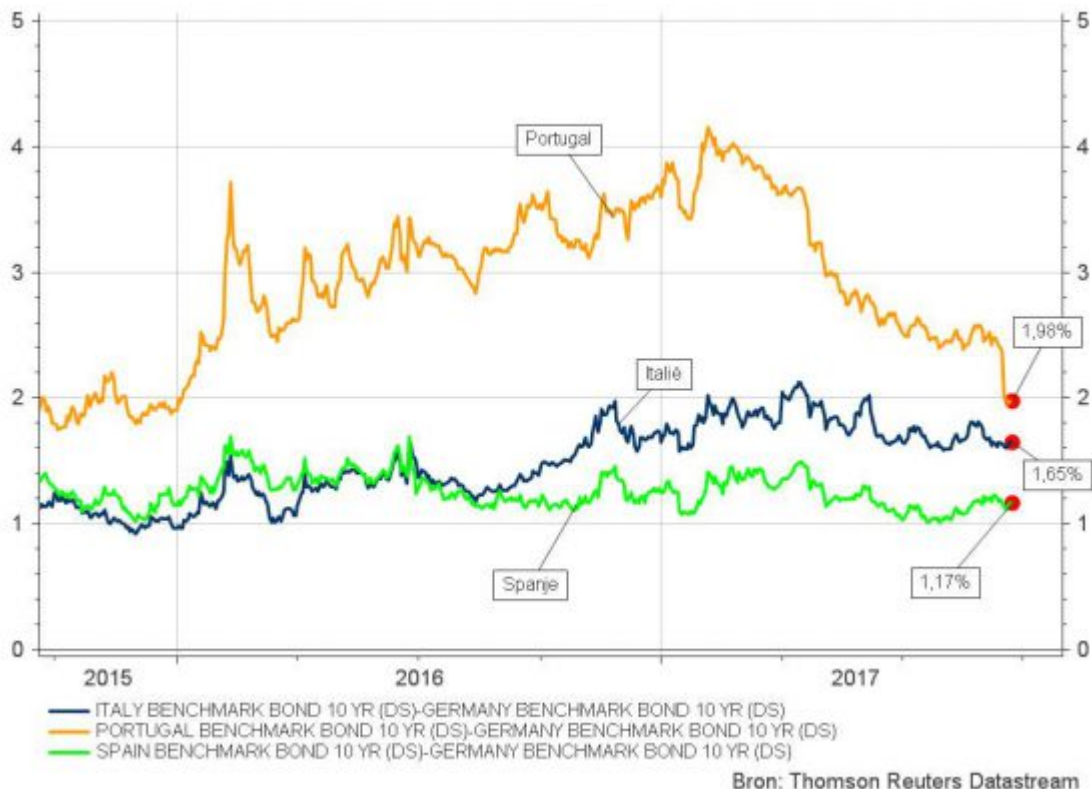
De kansen op een verhoging van de beleidsrente van de Amerikaanse Centrale bank zijn intussen grondig gekeerd. Enkele weken geleden wezen de futuresprijzen er nog op dat een verhoging van de KT-rente ten vroegste in maart 2018 kon worden verwacht. Vandaag wordt aan een verhoging in december van dit jaar opnieuw een kans van bijna 80% gegeven.

De Europese Centrale Bank gaf intussen ook, weliswaar op zeer indirecte wijze, te kennen dat het *quantitative easing* beleid geleidelijk zal worden bijgestuurd. In een eerste fase gebeurt dit op basis van een verlaging van het aankoopvolume (aanvankelijk tot € 40 miljard per maand?), om dit beleid tegen eind 2018 volledig te laten uitdoven.

Dit heeft echter enkele belangrijke gevolgen. Het is alleszins niet mogelijk om dit beleid wat betreft overheidsobligaties over medio 2018 te tillen, zeker niet wat betreft Duits staatspapier, omdat hier de grens van 1/3 van de uitstaande overheidsschuld al bereikt wordt in het eerste trimester. Dit geeft aan dat de monetaire politiek zich wellicht meer gaat richten op bedrijfsobligaties, waar een dergelijke limiet niet wordt gesteld. De huidige rendementen van deze beleggingsklasse bieden momenteel slechts een zeer karige risicopremie, waardoor de schijnbare opportuniteit in dergelijk papier beperkt blijft.

Hoe dan ook voorzien we een periode van licht hogere LT-rente in de kernlanden van de eurozone, maar ook ruimte voor een verdere spreadvernauwing wat betreft Italië, Spanje en Portugal (dat intussen zijn junkstatus heeft verlaten en nu geleidelijk kan worden opgenomen in onze beleggingsportefeuilles).

Grafiek 3: Rentever verschillen Portugal, Spanje en Italië met Duitsland (10 jaar)



De aandelenposities blijven ondersteund door ruime risicopremies en verbeterde vooruitzichten voor ondernemingswinsten, zodat onze portefeuille nadrukkelijk overwogen blijft in deze beleggingsklasse. Europese aandelen blijven de voorkeur genieten, maar Amerikaanse bedrijven trekken opnieuw meer en meer onze aandacht, niet alleen door het stevige groeitempo van hun bedrijfsresultaten (opnieuw *double digits* op jaarbasis), maar ook door de relatief goedkope dollarkoers. Groeilanden vangen duidelijk meer aandacht dan in de voorbije maanden, maar met onze substantiële posities in India, Chinese consumptiegerelateerde aandelen en het Verre Oosten in het algemeen (licht aangevuld met Brazilië), hebben we voldoende geanticipeerd op deze evolutie.

De geschetste evolutie op het rentefront zal echter (verregaand) onvoldoende zijn om de financiële repressie op te heffen die wordt toegepast op obligaties uit de kernlanden van de eurozone.

Grafiek 4: Financiële repressie in de eurozone



Door de LT-rente onder de verwachte inflatie te duwen, blijft de ECB beleggers met harde hand weggagen uit dergelijk beleggingspapier, in de hoop daarmee de kredietverstrekking (door financiële instellingen) en risicodragende investeringen (door particulieren en bedrijven) aan te wakkeren. Dit lijkt, na een moeizame start, steeds beter te lukken.