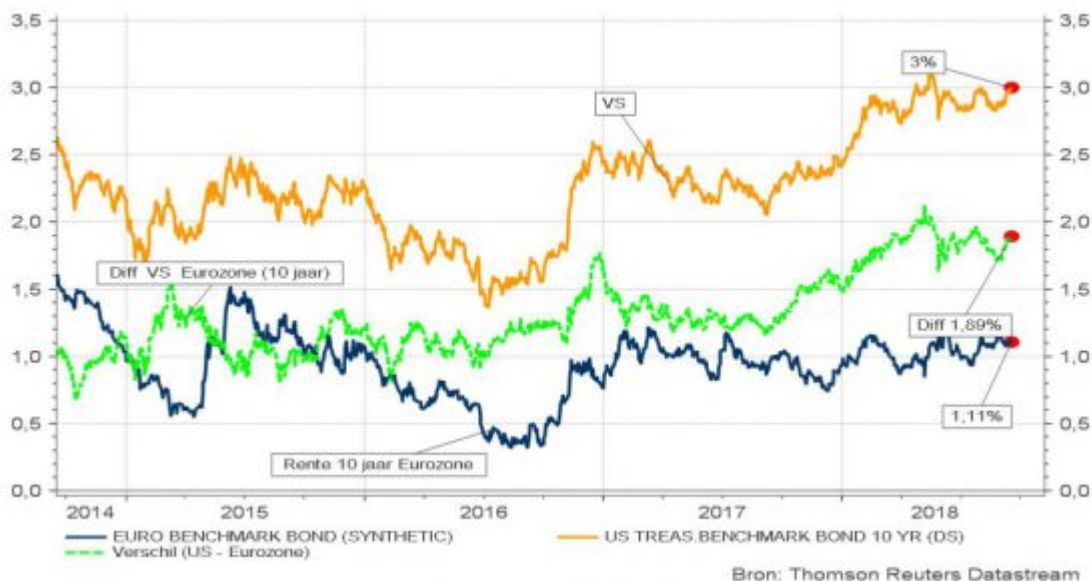


De indicatoren over de Amerikaanse conjunctuur over de afgelopen maand gaven een verrassend sterk beeld en zorgen voor enige opwaartse druk op zowel de beleidsrente van de centrale bank als op de tarieven op vastrentende langetermijnplaattingen. De kans op het doorbreken van de symbolische grens van 3 % op Amerikaanse overheidsobligaties op 10 jaar is hierdoor aanzienlijk toegenomen.

Grafiek 1: LT-rente VS en de eurozone (Overheidsobligaties op 10 jaar)



Vooraf de indicator die de salariscijfer in kaart brengt, liet een opmerkelijke opmars optekenen, wat naar alle waarschijnlijkheid het einde inluidt van een tijdperk van relatief sterke economische groei, zonder opletende loondruk. De voorbije periode vormde dan ook een uitdaging voor de economische theorie die geen verklaring kon bieden voor het gelijktijdig voorkomen van stevige economische groei zonder dat hierbij opwaartse druk op de loonbasis werd waargenomen. Integendeel zelfs, de reële lonen kenden zelfs een negatieve ontwikkeling.

Grafiek 2: Groeiritmte van de loonmassa in de VS



Standaardmodellen wezen erop dat de loonmassa naar het einde van 2018 zou moeten stijgen aan een jaarritme van 3 %, maar in realiteit werd een veel lager tempo vastgesteld. Jannet Yellen gaf eerder al aan dat dit haar petje te boven ging. It's mysterious, was haar veelzeggende conclusie.

Deze anomalie lijkt echter voorbij. Het laatste cijfer wees op een groeitempo van 2,92 % op jaarbasis, hetgeen sterk in lijn ligt met wat zich klassiek in een dergelijke conjunctuurfase voordoet. Een dergelijke ontwikkeling zal zich op termijn echter vertalen in een hoger inflatiecijfer, waardoor de Fed zich verplicht ziet haar beleidsrente geleidelijk naar een hoger niveau te brengen. Binnen enkele dagen met 25 basispunten, om nadien met grote kans in december nog eens te moeten toeslaan. De volgende stap wordt nu reeds in maart verwacht en wordt mogelijk nog gevolgd door een (laatste?) verhoging in oktober. Hierbij bestaat altijd een kans dat het optrekken van de beleidsrente de economie te snel en onnodig afkoelt, maar we vermoeden dat de Amerikaanse centrale bank haar beleid tijdig zal bijsturen, indien hieromtrent de minste twijfel zou ontstaan. De Amerikaanse president is hiervoor zeer beducht. De eventuele economische terugslag zou zich dan (ongeveer) in zijn herververkiezingscampagne situeren zodat hij de Fed-voorzitter expliciet waarschuwt voor een dergelijk risico op een (onnodige) recessie. Dergelijke opmerkingen zijn niets nieuws. Ook president Reagan bemoeide zich met de (nochtans per definitie onafhankelijke) centrale bank, zonder het minste succes overigens. Strikt genomen is dit slecht nieuws voor de aandelenmarkten, zowel in de VS als Europa en nadrukkelijk negatief voor groeilanden.

Het strengere monetaire beleid leidt echter ook tot een afname van de kans op een ontsporing van de inflatie, waardoor het opwaartse potentieel van de langetermijnrente wordt begrensd en de schade op de aandelen- (en obligatie) markten beperkt blijft. De Amerikaanse bedrijfsresultaten blijven daarenboven op een indrukwekkende wijze groeien, terwijl objectieve parameters zoals de risicopremie nog steeds niet wijzen op enige overwaardering van de Amerikaanse aandelenmarkten. Dit compenseert ruimschoots de kwalijke effecten die uitgaan van de rentesituatie. Hierdoor is een overwogen positie in Amerikaanse aandelen nog steeds aangewezen. We hebben echter al herhaaldelijk gewaarschuwd voor de grote onderlinge verschillen tussen aandelen, die nopen tot een zeer brede spreiding.

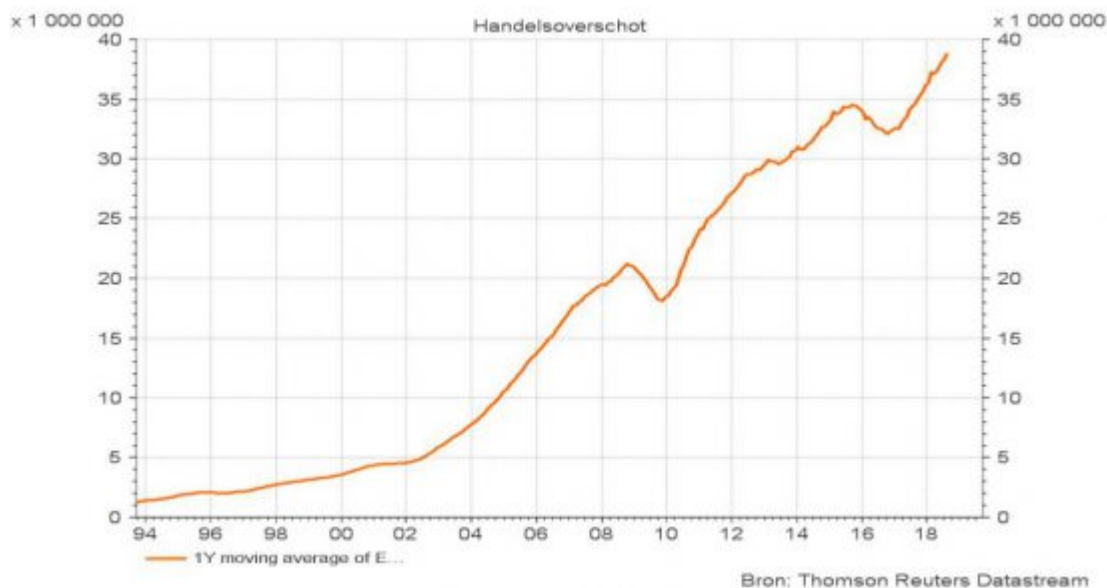
De economische groei in de eurozone is relatief sterk maar zeker nog niet voldoende robuust om de monetaire stimulansen af te bouwen. De kortetermijntarieven die de ECB oplegt aan de banken, dienen nog geruime tijd negatief te blijven (waarschijnlijk zelfs tot eind 2019) omwille van de trage kredietgroei. De langetermijntarieven ondervinden enige, zij het beperkte, opwaartse druk in navolging van de Amerikaanse rentestijging maar de inflatieverwachting in de eurozone blijft te laag om het *quantitative easing*-programma (waarbij massale hoeveelheden obligaties worden opgekocht om de rente op de obligatiemarkten laag te houden) abrupt of vervroegd stop te zetten, waardoor de eurozone het opwaartse pad van de

langetermijnrente met de handrem aangetrokken zal volgen.

De opwaartse druk op de Amerikaanse kortetermijntarieven veroorzaakt echter wel sterke druk op de groeilanden, waarvan sommige in de voorbije maanden al een scherpe terugval in hun muntkoers moesten laten optekenen. Dit is vanzelfsprekend wat overdreven maar hiermee wordt de vrees geuit dat dergelijke landen te lang terughoudend dreigen te zijn met het optrekken van hun beleidsrente. Met het debacle in de Turkse financiën nog vers in het geheugen vormt dit de aanleiding tot oplopende scepsis over de evolutie in de onmiddellijke toekomst. Wij hebben hier een relatief beperkte blootstelling.

Deze ongerustheid over deze *emerging markets* wordt vanzelfsprekend nog verder kracht bijgezet door de terugval van de Chinese wisselkoers ten opzichte van de euro maar vooral de US \$. De koers van de yuan is hierbij teruggevallen tot het niveau van 2008 in de hoop hiermee de Chinese competitiviteit te versterken, na een lange periode van achteruitgang op de wereldhandelsmarkten. Maar dit heeft niet geleid tot een afname van de export van China naar de VS, integendeel. Het onevenwicht is alleen verder toegenomen. In combinatie met de ostentatieve schendingen van het patentrecht heeft dit de ergernis opgewekt van de huidige Amerikaanse beleidsnemers en heeft dit de aanleiding gevormd voor verregaande dreigementen over het invoeren van sterk verhoogde invoertaksen voor Chinese producten.

Grafiek 3: Handelsoverschot China met VS (uitgedrukt in US \$)



De Trump-administratie weet dat ze hierbij op een brede consensus kan rekenen bij de Amerikaanse bevolking. Ze is natuurlijk ook sluw genoeg om te weten dat dergelijke handelssancties van aard zijn om de prijzen in de VS te laten opveren, bijvoorbeeld omdat ingevoerde componenten uit China het in Amerika geproduceerde eindproduct duurder maken. Maar tegen dan hoopt men de Chinezen op de knieën te krijgen, hoewel voor alle zekerheid de Apple-componenten al uit het pakket bedreigde producten gehaald werden.

Kwade Apple-aandeelhouders, daar heb je immers weinig aan bij de nakende verkiezingen van november. Ze zijn met veel en weten goed om te springen met moderne communicatiemiddelen ...

Door de recente daling van de Chinese wisselkoers werd de impact van deze taksen echter grotendeels geneutraliseerd, waardoor de handelsoorlog (alleszins verbaal) nu verder escaleert en zijn verderfelijke schaduw begint te werpen op andere groeilanden in de regio. Intussen zijn ook de Chinese conjunctuurindicatoren sterk in waarde afgenomen waardoor de Chinese overheid verregaande stimulerende maatregelen heeft moeten nemen om haar economie van voldoende zuurstof te voorzien. De nodige dalingen hiervoor van de reserveratio's van banken en de scherpe terugval van de

interbancaire rente zijn nodig om de economie van voldoende liquiditeiten en kredieten te voorzien, tegen gunstige kostprijs maar hebben als bijwerking dat de Chinese munt nog verder verzwakt op de wisselmarkten. Hierdoor wordt echter opnieuw argwaan gewekt bij de Amerikaanse waarnemers die de koersval van de yuan interpreteren als het opzettelijk en agressief gebruik van de wisselkoers als wapen in een handelsconflict. Dit is *not done* en strijdig met het nog niet zo lang geleden verworven statuut als reservemunt van het IMF.

Behoudens de toenemende vrees voor een escalatie van het Amerikaans-Chinese handelsdispuut blijven de meeste indicatoren wijzen op een overweging van aandelenposities, met (bijna) exclusieve nadruk op de VS (omwille van zijn groei) en Europa (omwille van de goedkope waarderingen). Groeilanden blijven op weinig sympathie rekenen in onze asset-allocatie waarbij zelfs India een moeilijker dan verwachte periode moet doorworstelen. Door de toegenomen dreiging op een hogere langetermijnrente en de instabiliteit van munten in de groeilanden, is onze interesse voor obligatieposities zo mogelijk nog dieper gezonken. De enige obligatieposities die nog verder worden aangevuld, zijn Spaanse, Portugese en Italiaanse overheidsobligaties op middellange termijn, die nog enig potentieel bieden op een inkringing van het renteverskil met Duitsland.

Grafiek 4: Renteverskil (op 10 jaar overheidsobligaties) van Spanje en Italië met Duitsland

