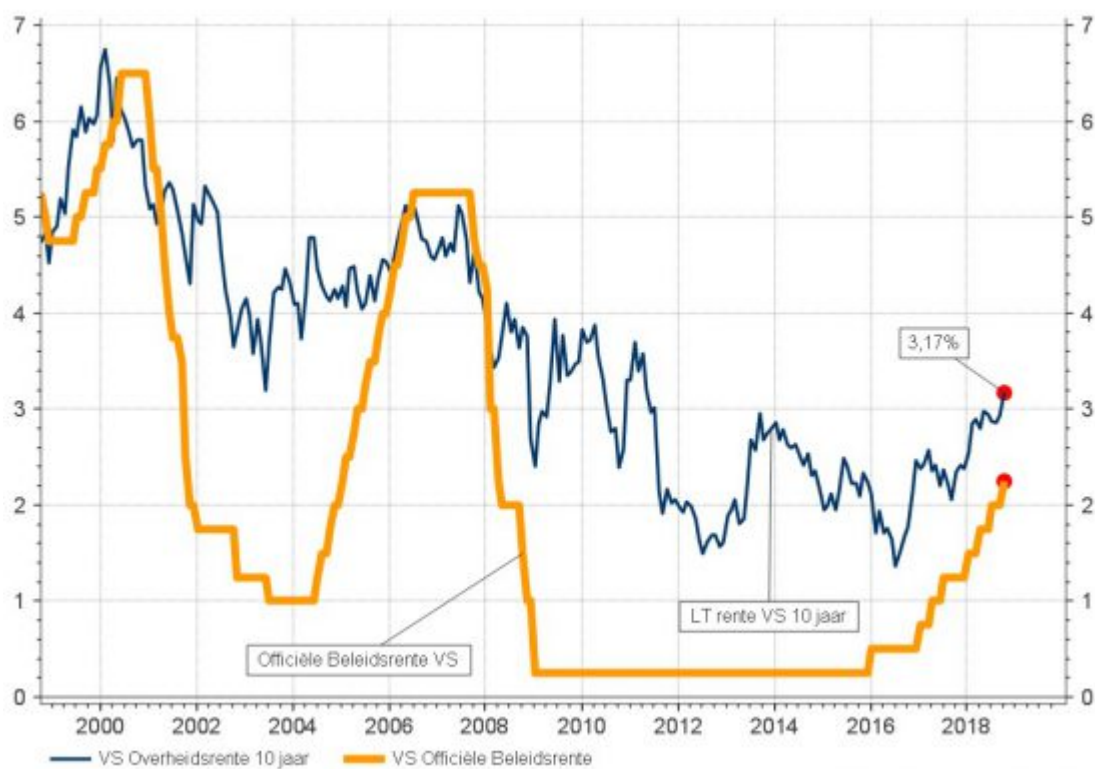


Het herfstgetij overheerste al enkele weken de Amerikaanse financiële markten, met stijgende lange- en kortetermijnrente terwijl het economische momentum nog verder leek toe te nemen. Een plotse winterprik is dan echter nooit veraf, net zoals een nazomertje voor een aangename verrassing kan zorgen. Beurzen schommelen hierbij heftig heen en weer, gevangen tussen de vrees voor een echte winter en de hoop dat de sombere wolken na korte tijd wel zullen overwaaien.

Het echte horrorscenario voor beleggers wordt echter gevormd door de combinatie van *stijgende* langetermijnrente en *neerwaarts* gerichte conjunctuurindicatoren. Een dergelijk ontij kan zich onder andere voordoen wanneer de Amerikaanse centrale bank te laat reageert op signalen over oplopende inflatie en zich verplicht ziet om de ontwikkeling van een opwaartse prijsspiraal af te remmen met snel opeenvolgende verhogingen van de beleidsrente. Hierdoor wordt de economische groei abrupt afgeremd, zoals dat zich in 2007 voordeed met het gekende desastreuze resultaat.

Grafiek 1: Evolutie van de Amerikaanse beleidsrente en langetermijnrente op 10 jaar overheidsobligaties



Bron: Thomson Reuters Datastream

Deze vrees *to fall behind the curve* brengt de Fed momenteel in de verleiding om de beleidsrente te snel op te trekken, waardoor de economie onnodig vroeg in de cyclus van haar opwaarts pad wordt weggedreven.

Het is vooral deze angst die doorweegt op de financiële markten nadat de Fed-voorzitter ongemeen scherpe taal gebruikte om zijn intentie te onderstrepen dat de inflatie geen enkele kans zal worden gegeven. Het effect van deze uitspraak vertaalde zich al snel in een diepe terugslag op de Amerikaanse beurzen en in het bijzonder van de groeiaandelen op Nasdaq.

De centrale bankier heeft natuurlijk niet helemaal ongelijk. De salariscroei in de VS heeft (eindelijk) haar beleidsobjectief (3% op jaarbasis) in het vizier en gelet op de extreem lage werkloosheidscijfers kan een opwaartse loonspiraal enkel worden vermeden door middel van een doortastend monetair beleid dat voorziet in een aantal probate renteverhogingen.

Grafiek 2: Amerikaanse werkloosheidsgraad en looninflatie



Het toekomstige rentescenario dat onrechtstreeks uit de commentaren van de Fed kan worden afgeleid, verwijst naar een verhoging van telkens 25 basispunten in december en ergens tussen maart en juni in 2019. De kans op een verdere verhoging in september of oktober is echter substantieel toegenomen. Hierdoor zou echter het beleid niet langer gericht zijn om de monetaire politiek op een neutraal peil te brengen (na een decennium van stimulering) maar om te vormen naar een groei-afkoelend beleid.

De waarschuwingen over de mogelijke gevolgen van deze politiek, die president Trump enkele weken geleden reeds naar de Fed-gouverneurs stuurde, werden gisteren nog wat explicieter vertaald. In zijn taalgebruik, dat nu eenmaal niet gekenmerkt wordt door enige terughoudendheid, noemt hij het beleid van de Amerikaanse bank *crazy*. Hiermee heeft hij meteen ook een schuldige aangewezen voor een eventueel verder debacle op de beurzen dat onrechtstreeks de Republikeinen de overwinning kan kosten bij de komende verkiezingen in november.

Het antwoord van de Fed is echter even evident. Een eventuele economische terugval zal immers veel meer verband houden met het opgeklopte handelsconflict met China dan met hun rentebeleid.

De recente commentaren van het IMF, in navolging van gelijkaardige opmerkingen van de OESO, die wijzen op het economische gevaar dat verbonden is aan een handelsoorlog, gooien nog olie op dit vuur en leiden beide instituten tot neerwaartse herzieningen van economische groei. Enkel India ontsnapt grotendeels aan scherpe bijstellingen van de verwachte groeivoet in 2019.

De scherpe terugval van woensdag is, zelfs in het perspectief van deze argumenten, toch verrassend want de meeste elementen die de oorzaak vormden voor deze (tijdelijke) koerscorrectie waren al langer goed gekend.

De diepgang van de daling doet echter meerdere wenkbrouwen fronsen. Vandaar dat er wellicht ook andere factoren mee de aanleiding vormden.

Zeker niet onbelangrijk in dit geheel is het feit dat UN Ambassadeur Nikki Halley plotseling haar ontslag aanbood. Ook al is de precieze motivatie niet gekend, toch kan het geen toeval zijn dat haar abrupte vertrek werd aangekondigd net na de controversiële toespraak van Trump bij de inauguratie van de omstreden nieuwe opperrechter. Wil zij haar reputatie nog schoongewassen krijgen tegen volgende verkiezingen (of andere ambities)? Net zoals u hebben wij er het raden naar maar een plots vertrek gebeurt nooit zomaar. Op zich is dit niet interessant voor deze analyse ware het niet dat nu ook laatste persoon met enige redelijkheid uit de entourage van de Amerikaanse president is verdwenen zodat buitenlands beleid

steeds meer in handen komt van John “gunslinger” Bolton.

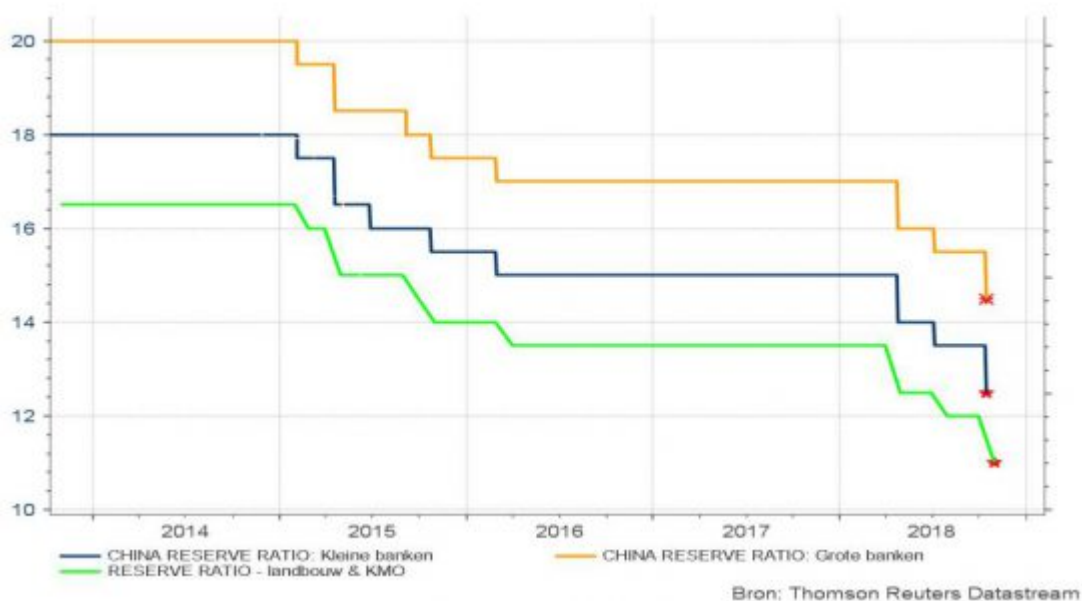
Hierdoor stijgt de kans dat de onderhandelingen met China wel eens de verkeerde kant kunnen uitgaan.

Waarom precies de robuuste technologiesector op deze (een heel klein beetje) black Wednesday, zo hard geraakt werd, laat zich in deze context gemakkelijk raden. De koersval komt immers gelijk met de aankondiging van nieuwe verregaande maatregelen om minder buitenlandse investeringen toe te laten in Amerikaanse sleuteltechnologie. (De definitie hiervan dekt zowat alle bedrijven.)

De beurskoersen waren natuurlijk ook kwetsbaar op het recordniveau waar ze zich bevonden. De cumul van al deze negatieve factoren leidde woensdag tot verhoogde spanningen en ontladde zich via een scherpe daling - de ergste val in twee jaar van de S&P index en de derde grootste ooit in absolute termen van de Dow Jones-index. Maar dit toch ter nuancering: de laatste twee jaar is de S&P-index spectaculair gestegen zodat 3 % meer of minder geen drama uitmaakt, terwijl de Dow Jones-index op een recordhoogte stond zodat een daling van 800 punten vanzelfsprekend gerelativeerd moet worden aan dit torenhoge niveau. Het herstel is imminent maar blijft op korte termijn sterk afhankelijk van de politieke uitspraken van de genoemde protagonisten in dit verhaal.

In al dat tumult mag niet worden vergeten dat China de reserveratio's van zijn banken (opnieuw) heeft verlaagd om een terugval in zijn economische groei te vermijden. Hierdoor kunnen banken veel vlotter en veel meer kredieten verstrekken. In combinatie met de lagere interbancaire rente moet dit van aard zijn om de lokale bedrijven en particulieren meer zuurstof te verstrekken. Dit veroorzaakt echter ook een verdere terugval van de Chinese wisselkoers.

Grafiek 3: Reserveratio's van Chinese banken



Dit zal zich echter pas vertalen in sterkere Chinese beurzen wanneer het handelsdispuut met de VS wordt geregeld en de onzekerheid hieromtrent weg is. De recente Chinese conjunctuurindicatoren bevestigen onze positionering waarbij enkel posities worden genomen in bedrijven die gerelateerd zijn aan Chinese interne consumptie en de lokale dienstensector. Het Caixin-rapport wijst intussen op een forse toename in de dienstensector en een verdere afkoeling van de industriële component.

Het Europese continent is intussen terug ten prooi gevallen aan zijn aloude demonen. Tegenvallende economische groei door een gebrek aan vertrouwen, afnemende concurrentiekracht in de sectoren die er echt toe doen en een pijnlijk gebrek aan inspiratie bij uittekenen van het toekomstige economische beleid.

De extreem expansieve monetaire politiek van de ECB heeft haar beleidsobjectieven nog steeds niet bereikt. De groei van het kredietvolume blijft te laag om de economie te ondersteunen, terwijl ook de (kern)inflatie zijn doelstelling van 2% niet in zicht heeft. Op dit laatste moeten we overigens niet te hard roepen. De oplopende olieprijs (door de opgelegde sancties aan Iran, het opportunistische gedrag van Saoedi-Arabië en de rampzalige tropische stormen in de nabijheid van de Amerikaanse olie- en gasvelden) laat zich reeds sterk gevoelen in de (ongezuiverde) inflatiecijfers die zich in latere fase ook zullen vertalen in de Europese kerninflatie.

De initiële Duitse kritiek op het beleid van de ECB zwelt intussen opnieuw aan nu Italië de oproer kraait tegen het besparingsbeleid van de EU. Door de massale positie in Italiaans staatspapier, opgebouwd via haar quantitative easing programma, is de ECB immers zeer kwetsbaar geworden. Een terugval in rating van Italiaans staatspapier of een verregaande ontaarding van de rentevoeten in Italië zou immers zeer nefast zijn, zodat de ECB niet anders kan dan uiteindelijk Italië van een nakende instorting te redden, al was het maar om de eigen meubelen te redden. Sommige Italiaanse beleidsmensen kennen deze weinig comfortabele positie van de ECB en zijn bereid om dit gewetenloos uit te buiten.

Politici in de Europese laars blazen intussen tegelijk koud en warm over hun toekomstige positionering. Het probleem hierbij is dat de *hardliners* niet helemaal ongelijk hebben. De Europese monetaire politiek werkt onvoldoende (en wordt hierbij bewust tegengewerkt door de bancaire regelgever) zodat andere opties, zoals fiscale politiek, ernstig moeten worden overwogen. Met een schuldgraad van 130 % van het BBP en een weinig effectieve nuttigheidsgraad van haar overheidsinvesteringen is Italië echter de minst geloofwaardige pleitbezorger voor een vernieuwde politiek die het besparingsdogma van de EU moet helpen doorbreken.

Zowel in de VS als in Europa worden de financiële markten dus momenteel uit hun evenwicht gebracht door politiek gespin, gericht op electoraal gewin op korte termijn. Het zijn inderdaad politiek duistere tijden wanneer het enige lichtpunt in Noord-Korea blijkt te schijnen.

Onze asset-allocatie had zich reeds geruime tijd geleden ingesteld op wat woeligere tijden. Dit werd bekomen door niet de lage volatiliteit van de markten in onze berekeningen op te nemen maar wel een opgehoogd niveau dat ongeveer overeenkomt met het huidige peil van de beursvolatiliteit. Maar dit maakt ons vanzelfsprekend niet immuun voor de recente koerscorrectie.

Op langere termijn zal de huidige ontwikkeling echter opnieuw een zoveelste aankoopgelegenheid blijken te zijn. In troebel water is het immers goed vissen, zeker wanneer rekening wordt gehouden met de opgeveerde risicopremie op de Europese en Amerikaanse markten. Eens de donkere wolken zijn verjaagd, ontstaat opnieuw een belangrijk opwaarts potentieel maar uit dit soort wolken kan soms wel een zeer fikse regenbui vallen, soms vergezeld van hagelbollen zoals woensdag.

In voorkomend geval biedt Winston Churchill hier en daar wel een motto. Hij heeft immers meer sombere momenten moeten doorworstelen. Kiest u in dit geval zelf maar tussen de volgende twee: Ofwel *if you're going through hell, keep going* of misschien onze favoriet: *keep buggering on*

Geen prettig vooruitzicht in het onmiddellijke perspectief maar de financiële markten vergoeden uw moed op langere termijn door middel van een (inmiddels toegenomen) risicopremie en hoe dan ook: *We never promised you a rose garden...*



Winterprik