

Het lijkt erop dat de gouverneur van de Amerikaanse centrale bank onder de druk van zijn president is bezweken. Zijn retoriek is alleszins sterk afgezwakt en dat is zeker niet onterecht. We wezen er sedert het begin van deze *crisette* al op dat Powell overdreef met zijn commentaren over de noodzaak van een resem aan verdere verhogingen van de beleidsrente over de komende maanden, waarmee hij beleggers nodeloos de gordijnen injoeg.

Het kan alleszins aan hen niet verweten worden dat ze de ongenueanceerde uitspraken van een Fed-gouverneur ernstig namen en het schrikbeeld van de rentecyclus in 2004 en 2005 voor zich zagen opdoemen. Een herhaling van dit scenario, dat het pad effende voor de financiële crisis van 2008, staat op niemands wenslijst. Zelfs een beperkte verhoging van de kans hierop volstaat voor een paniekgolf.

Daarenboven zou omwille van de geprojecteerde verhogingen van de beleidsrente, de kortetermijnrente zich in december 2019 boven de rente op overheidsobligaties op 10 jaar bevinden en dat feit wijst – ook al zonder veel nuance – op een nakende recessie, die zich binnen 3 kwartalen dreigt te realiseren. Pal in het midden van de herverkiezingscampagne van president Trump. Dat deze laatste zich hierover dan ook – zelfs voor zijn doen – bijzonder druk over maakte, is dan ook begrijpelijk maar daarom niet minder terecht.

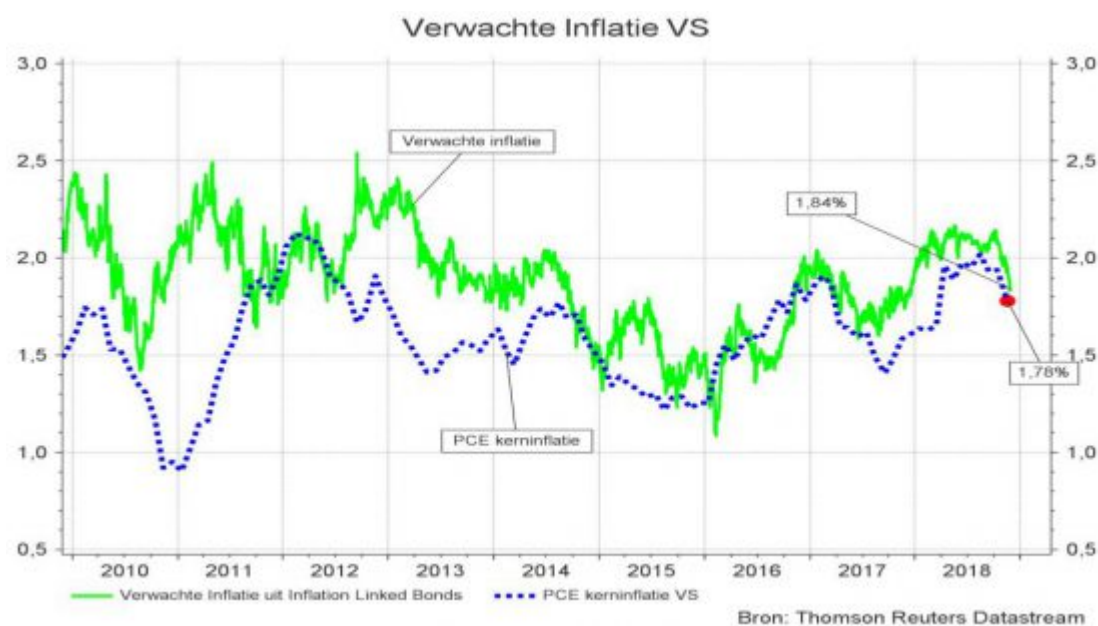
De Amerikaanse conjunctuurindicatoren wezen en wijzen op een eerder gestage groei die van aard is om in verdere werkgelegenheidscreatie en voldoende economische expansie te voorzien, zonder oververhittingsverschijnselen te vertonen die een drastische ingreep op het rentefront moeten verantwoorden.

De Fed-gouverneur geeft aan dat het huidige renteniveau wellicht nu reeds in de buurt komt van het neutrale niveau, wat betekent dat er geen monetaire prikkels meer gegeven worden aan de economie, maar dat deze ook niet wordt afgekoeld. Geen van beide is momenteel immers nodig.

Laat dat nu precies zijn wat we wensten te horen en ook al weken zelf van de daken schreeuwden. Is Powell van idee veranderd omdat de statistieken zijn gewijzigd of omwille van de aanhoudende druk van het Witte Huis of omdat hij inzag dat zijn pogingen om hardnekkig te bewijzen dat hij onafhankelijk was, een te duur economisch kostprijskaartje droegen?

De markten van financiële *futures* boden ons een houvast tijdens deze woelige weken. De kansen op verdere renteverhogingen konden immers objectief worden berekend uit objectieve marktprijzen en die gaven inderdaad in oktober een alarmerend beeld over een te duchten derde renteverhoging in december 2019 (na een nuttige stijging met 25 basispunten in december 2018 en juni 2019). Naarmate de rook op het slagveld wegtrok werd het steeds duidelijker dat een dergelijk doemscenario niet nodig zal zijn. De kansen op de gevreesde derde *hike* zijn dan intussen ook afgenomen tot minder dan 1/3. De specifieke inflatie-indicator (PCE) die de Fed volgt om haar beleid te bepalen, is intussen zelfs nog verder afgenomen en ligt volledig in lijn met de verwachtingen die we eerder hadden afgeleid uit de inflation-linked bonds.

Grafiek 1: Verwachte inflatie in de VS



Toch is het gevaar nog niet helemaal geweken. Tijdens de eerste week van december wordt immers nog een karrenvracht aan nieuw statistisch materiaal afgeleverd, met onder andere de nieuwe werkloosheidsgraad en verdere indicaties over de salarisgroei. Over de banengroei maken we ons voorlopig geen zorgen. Sommige bronnen wagen zich zelfs aan een prognose van een werkloosheidsgraad van slechts 3,2% in 2020. Maar dit gegeven zal begrijpelijkerwijze verdere opwaartse druk veroorzaken op de loonmassa, die tegen dan wellicht 4% op jaarbasis zal bedragen en de Fed tegen dan opnieuw zal bewegen tot renteverhogingen. Maar dat probleem situeert zich in de zeer verre toekomst. Voor de evolutie op korte termijn wordt vooral gefocust op het cijfermateriaal van vrijdag e.k.

Uit de eerste voorlopige indicatoren blijkt echter geen alarmerende evolutie (maar de prognoses liggen sterk uiteen). Het blijft overigens een mysterie waarom de lonen niet sneller stijgen bij een dergelijk lage werkloosheidsgraad. Is het omdat de industriële sectoren relatief weinig banen creëren en de nieuwe jobs zich vooral situeren in de lager betaalde dienstensectoren?

Maar de potentiële ontwikkeling van de inflatie in de VS (en de anticipatie hierop door de Fed) was zeker niet de enige factor die de wereldbeurzen een stevige hoestbui bezorgde tijdens de afgelopen twee maanden. De voortdurende en veralgemeende neerwaartse bijstellingen van de verwachte verkoopvolumes voor het vierde kwartaal zorgden immers ook voor toenemende ongerustheid maar de eerste cijfers over de start van het koopjesseizoen overtreffen de verwachtingen ruimschoots, terwijl zowel de statistieken over persoonlijke inkomsten als uitgaven een opmerkelijke opsprong maakten. Ook hier lijkt de tumultueuze reactie op de wereldbeurzen eerder te wijzen op overdrijving.

Veruit de belangrijkste factor die woog en blijft wegen op de aandelenmarkten, staat echter in verband met een veel moeilijker in te schatten factor, met name de evolutie in het handelsconflict tussen de VS en China. Verwacht van ons niet meer dan dat we samen uitkijken naar het resultaat van de besprekingen tussen de Chinese en Amerikaanse leider tijdens de G20-ontmoeting.

We geven slechts een zeer beperkte kans op een definitieve doorbraak in de komende dagen (maar zouden een positieve verrassing vanzelfsprekend sterk toejuichen). De standpunten liggen immers nog te sterk uiteen. De VS zullen nu de poot stijfhouden om een fundamentele wijziging af te dwingen in de Chinese politiek, waarmee tegelijk de interne markt wordt afgeschermd en de internationale markten ongebreideld worden overstroomd door goedkope(re) Chinese producten. Op langere termijn is dit trouwens ook goed voor de Chinese economie die anders moet kampen met tekorten op de interne arbeidsmarkt en meer competitie op de binnenlandse beter moet leren bestrijden met creativiteit en eigen technologische

innovaties.

De monetaire maatregelen waarmee op korte termijn de Chinese economie moet worden gestimuleerd, brengen tot nu toe weinig aarde aan de dijk en veroorzaken enkel een verdere verzwakking van de Chinese wisselkoers. De lagere koers van de yuan maakt exporteren intussen nog makkelijker, wat het handelsoverschot met de VS (en de frustratie van de Amerikaanse onderhandelaars) nog verder opdrijft.

Maar Mr. Xi lijkt ons een bedachtzaam leider die zorgvuldig en geduldig een pad naar een aanvaardbare oplossing uitstippelt, zodat zelfs indien het gesprek op zaterdagavond voorlopig op niets uitdraait, er toch nog hoop blijft ontstaan.

De Amerikaanse president blijft intussen de mad man doctrine verder toepassen, gesteund door de resultaten van deze methodiek in eerdere dossiers (zoals Noord-Korea). Het komt er hierbij op aan dat je de tegenstander overbluft door te dreigen met maatregelen die de ondergang van beide partijen zullen veroorzaken. De opgelegde handelssancties zullen immers ook de VS treffen door prijsstijgingen en tegenmaatregelen. Om de *inzet* nog wat te verhogen, suggereerde de president zelfs om producten van bepaalde Amerikaanse bedrijven te sanctioneren wanneer deze uit China worden ingevoerd en hij vernoemde hierbij specifiek de iPhone van Apple waardoor het (onnodig) geplaagde aandeel opnieuw tot een frisse koersduik werd verplicht. Kijk, dat vinden wij dan niet meer grappig.

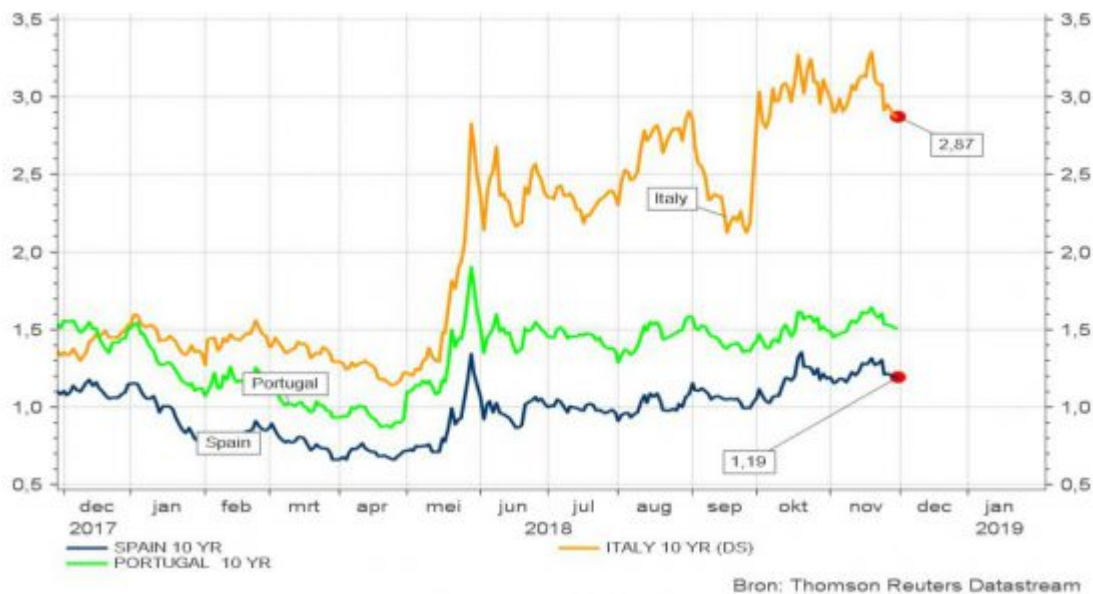
De Europese markten herstellen intussen enigszins mee met de overige wereldbeurzen. Voortgedreven door de verzachtende toon van de Fed-voorzitter, de afnemende inflatiedruk in de VS, de eerste resultaten van het koopjesseizoen in de VS en de hoop op een oplossing voor het voortwoekerende handelsconflict.

Maar ook de Europese conjunctuurindicatoren zijn intussen (lichtjes) verbeterd. Ze bevinden zich echter nog steeds op een anemisch niveau waardoor de KT-rente nog lang in de negatieve zone zal blijven en de kans op een verhoging van de spaarrente binnen afzienbare termijn als onbestaand moet worden beschouwd.

Ook de langetermijnrente koelt verder af. De economische vooruitzichten blijven immers zeer matig en er is daardoor weinig of geen inflatiedruk te bespeuren. Dit is vooral goed nieuws voor die Europese lidstaten die gebukt gaan onder hun loodzware staatsschuld.

Intussen heeft ook de Italiaanse regering haar radicale standpunten wat aangepast, wat de ingediende begroting mogelijkerwijze aanvaardbaarder maakt voor de EU-administratie. De Italiaanse regering lijkt momenteel constructief mee te werken, zolang men maar niet aan de geplande hervorming van de pensioenen raakt. Hiervan is het overigens niet duidelijk of die nu een positieve of negatieve impact op de begroting zou hebben.

Grafiek 2: Renteververschil Italië, Spanje en Portugal met Duitsland (Overheidsobligaties 10jaar)



De Italiaanse machtshebbers hebben intussen ingezien dat hun rebels gedrag een zeer hoge kostprijs betekent op de financiële markten en dat hun kiezers (misschien) hun sympathie in het kieshokje zullen uitdrukken, maar zeker niet bereid zijn om nieuwe Italiaanse staatsobligaties aan te kopen. Ook hier lijkt een oplossing binnen het bereik maar is alles opnieuw afhankelijk van het wispelturige ego van politici. Geen garantie dus.

Ons asset-allocatiemodel laat ons intussen toe om een licht maar toch duidelijk overgewicht toe te kennen aan aandelenposities, dat we traditioneel opvullen met Amerikaanse waarden en goedkope Europese aandelen, aangevuld met India en Japan. Groeilanden blijven op dieet (maar hun kansen beginnen toe te nemen bij lagere Amerikaanse rente en afnemende opwaartse druk op de US dollarkoers). Chinese aandelen zitten (geduldig) in de wachtkamer tot er meer duidelijkheid komt over de oplossing (of verdere escalatie) van het handelsconflict.

De belangrijkste parameters die onze aandelencomponent licht hoger drijven, hebben betrekking op de lagere rentetarieven en de geleidelijk afnemende beursvolatiliteit.

Hopelijk staat er wat lekkers op het menu dat zaterdagavond aan de heren Xi en Trump zal worden geserveerd, zodat deze heerschappen wat vrolijker gestemd geraken. Maar de smaken liggen nogal uiteen. Vogelnestjessoep (zeg maar zwaluwspuug) en hamburgers (zeg maar vermalen dierenleed) zijn moeilijk verenigbaar.