

Ondanks zijn weergalozes succes als componist kon hij geen noot muziek schrijven en moest zijn secretaris daarom in het holst van de nacht worden opgetrommeld om zijn nieuwste meesterwerk te dicteren: *Grab your pen and write this. It's the best song ever written.*

Irvin Berlin wist immers onmiddellijk dat dit de grootste muzikale hit ooit zou worden, alleszins in verkoopcijfers. Toch wensen wij u echter geen *White Christmas* maar integendeel een heel groene.

We zijn de rode cijfers op de aandelenbeurzen die ons sedert eind september meedogenloos geselen immers meer dan beu en snakken naar wat opluchting [\[1\]](#). Hiervoor waren we trouwens woensdag op de goede weg met een stevig wereldwijd koersherstel. De aangekondigde rentestijging met 25 basispunten die de Amerikaanse Centrale Bank doorvoerde, was immers ruim geanticipeerd en kon rekenen op de goedkeuring van de financiële markten die weliswaar een algemene groeivertraging bespeurden maar tegelijk ook de inflatie geen verder opwaarts potentieel wensten te geven. Wat kan er dan nog mislopen?

Weinig, tenzij je vervolgens Jerome Powell aan het woord laat. Het feit dat de Fed haar verwachte ingrepen in 2019 van 3 geplande *hikes* naar 2 terugschroefde, is op zich goed nieuws maar het staat nog steeds haaks op de marktverwachting dat er in 2019 hoogstens op één *hike* (een stijging met 25 basispunten) moeten worden gerekend.

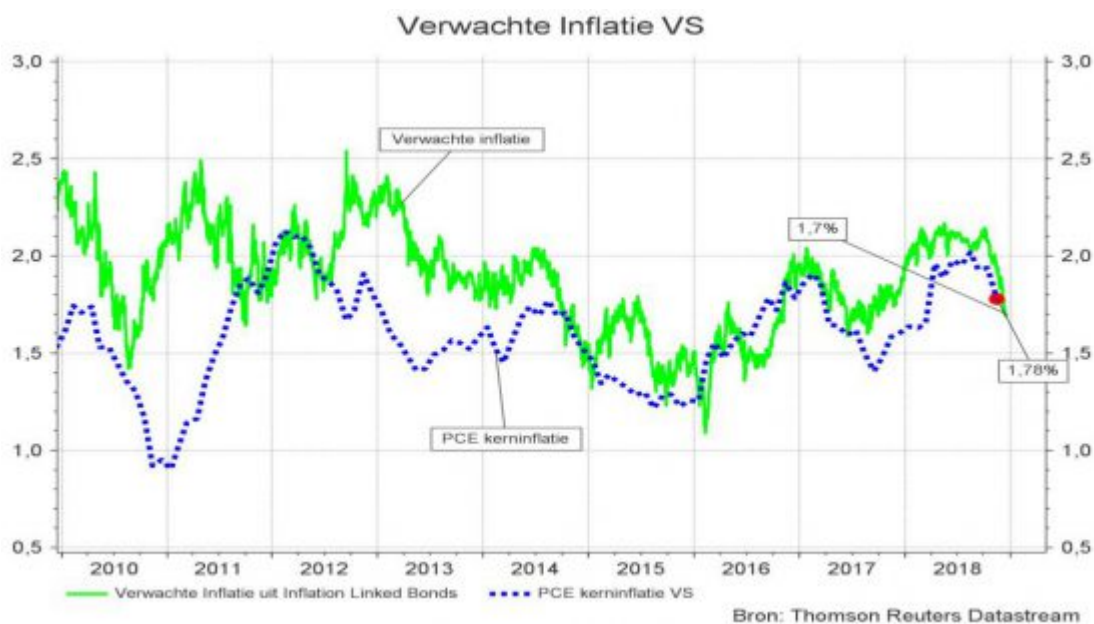
Op zich is dat niet erg want het kan geen kwaad dat de Fed zich wat behoedzaam opstelt. Wanneer het dan toch dreigt verkeerd te lopen met de inflatiecomponent, kan zij één van haar 'voorziene' verhogingen alsnog doorvoeren, zodat de markten alleszins niet de indruk krijgen dat de Fed paniekerig achter de feiten aanloopt. Terecht en totaal niet onverwacht wordt er ook op gewezen dat de Amerikaanse economie nog over een stevig economisch momentum beschikt, ook al wordt de BBP-groei wat afgezwakt.

Dat betekent ook dat er geen tastbare tekens zijn dat de economie binnenkort in een recessie dreigt te vervallen. Dit laatste om de dreigende signalen uit de Amerikaanse rentecurve te nuanceren maar vooral ook om de recente uitspraken van oud-strijder Allan Greenspan wat af te zwakken. Laatgenoemde dacht immers om zijn nieuw verschenen boek wat extra publiciteit mee te geven een recessie (erger nog: een stagflatie) aan te kondigen. Greenspan schrok zelf van de impact van zijn uitspraken en stelde verkeerd begrepen te zijn. Maar zijn doelstelling is bereikt: volle aandacht voor zijn nieuwste pennenvrucht.

De huidige Fed-voorzitter legde hierdoor echter zelf veel te veel nadruk op de sterkte van de Amerikaanse economie, ondanks onmiskenbare tekenen van verzwakking van de wereldeconomie die onvermijdelijk ook de Amerikaans industrie zullen aantasten. Analisten vrezen dat de Amerikaanse Centrale Bank hierdoor blind dreigt te blijven voor de economische realiteit en toch nog een tweede rentestijging in 2019 zou opleggen, waardoor de rentecurve (het verschil tussen de rente op 10 jaar en 1 jaar) dermate manifest in een negatieve zone terechtkomt dat geen zinnig mens een komende recessie nog durft te ontkennen.

Powell voelt zich echter duidelijk bedreigd en reageert averechts op de commentaren van de Amerikaanse president die zijn kritiek op het huidige beleid van de Fed duidelijk niet spaart en zich openlijk afvraagt waarom de economie met rentestijgingen moet worden afgekoeld terwijl er weinig of geen tekenen van oplopende inflatie zijn. Integendeel. De verwachte inflatie daalt immers spectaculair.

Grafiek 1: Verwachte inflatie en (PCE) kerninflatie in de VS

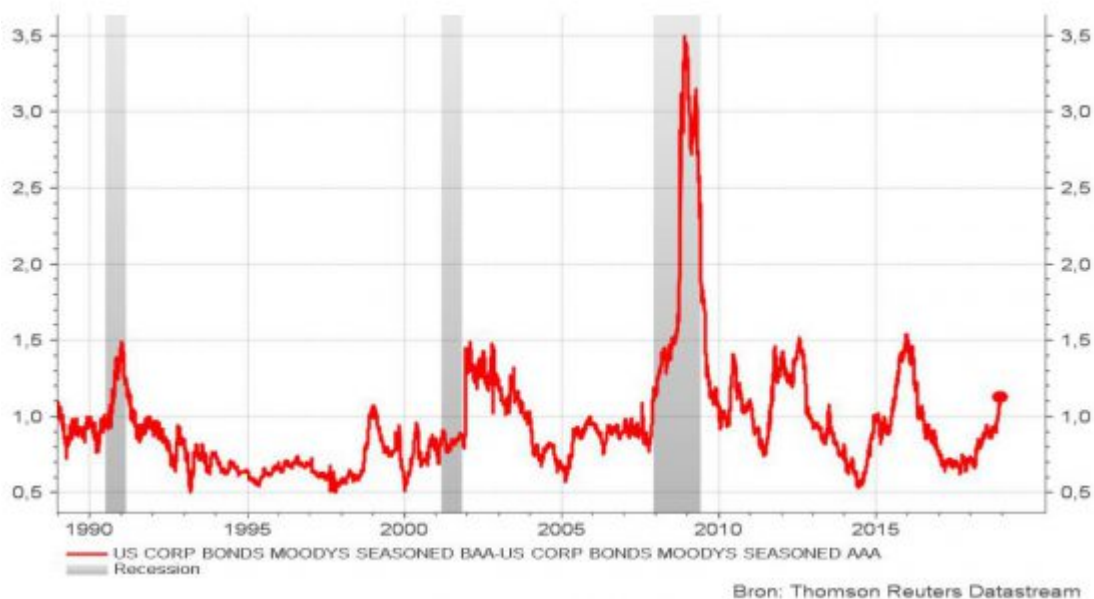


De onhandigheid van de Fed-voorzitter nam echter een dramatische dimensie aan toen hij gisteravond lapidair opmerkte dat de inkrimping van het balanstotaal op 'autopilot' staat.

In mensentaal: na de expansie tijdens de *Quantitative Easing* zal de Centrale Bank geleidelijk aan haar balanstotaal laten inkrimpen door wat minder te herinvesteren dan er aan obligaties vervalt. Op zich geen enkel probleem, maar dan zal normaal de creditspread (dit is het verschil tussen de rente op obligaties met een Baa- en Aaa-rating) wat terug oplopen.

Of nog anders uitgedrukt: bedrijven moeten relatief wat meer gaan betalen en zien hun financieringskosten oplopen. De laatste weken gebeurt dit zelfs tegen een dermate versneld tempo dat men zich vragen kan stellen over de tactische keuzes van de Fed.

Grafiek 2: Renteverschil Baa- en Aaa-obligaties VS



Het minste wat de Centrale Bank-voorzitter had kunnen zeggen was dat men een dergelijke ontwikkeling heeft opgemerkt en er rekening mee zal houden. Maar door te verwijzen naar de autopiloot, zegt Powell dat men bij het beleid geen rekening houdt met dergelijke ontwikkelingen. Pas na deze *toelichting* op het persuurtje doken de beurzen diep in het rood. Voor een goed begrip: vanzelfsprekend zal de Centrale Bank hier wel rekening mee houden. Met of zonder Powell ...

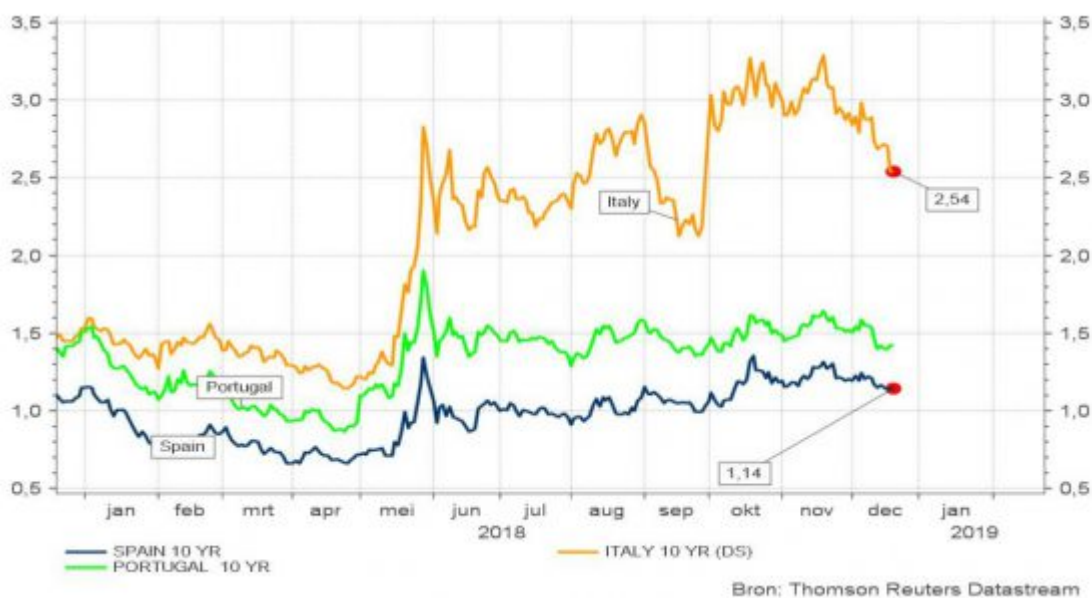
Kort samengevat: de Fed deed wat van haar werd verwacht en houdt terecht wat buskruit droog voor het geval dat er toch sporen van inflatie opduiken, bijvoorbeeld omwille van een eventuele ontsporing van de loonstijgingen. Door de beperkte toename van de productiviteit lijken de bedrijven echter weinig enthousiast om loonstijgingen toe te staan en lijkt dit eerder onwaarschijnlijk.

De kans op een additionele toename van de beleidsrente zijn relatief beperkt. In juni 2019 bedraagt de probabiteit nauwelijks meer dan 40 % om in oktober zijn hoogste waarde (48 %) te bereiken. Dit duidt erop dat de financiële markten helemaal niet overtuigd zijn van de noodzaak van een verdere stijging van de kortetermijnrente, laat staan dat er rekening moet worden gehouden met meerdere *hikes*, waar de Fed-voorzitter naar verwees. En dit ondanks het feit dat de economie nog een redelijk goed groeitempo zal weten aan te houden.

Wanneer de Fed de rente verhoogt is dat altijd wel een beetje slecht nieuws, maar dit was ruim geanticipeerd. Iedere ploeg verliest af en toe wel eens een wedstrijd. Wanneer de coach nadien op de persbabbel helemaal uit de bocht gaat, zegt dat alleen wat over zijn toekomst en weinig over de kwaliteit van de ploeg.

Intussen toch ook wat verheugend nieuws en dit- godbetert- uit de laars van Europa. Het bereikte compromis tussen de EU en Italië over de ingediende begroting, zond het verschil tussen Italiaanse en Duitse langetermijnobligaties terug naar ongeveer 2,5 %.

Grafiek 3: Renteverschil 10 jaar van Italië, Spanje en Portugal met Duitsland



Dit lijkt ons een verantwoord niveau, rekening houdend met de onderlinge verschillen in staatsschuld. Koelen na veel blazen, zoals we u bij het uitbreken van dit conflict al voorspelden. Hetzelfde lijkt ons ook van toepassing op de Amerikaanse situatie.

**[i]** Voor het geval dat u de kleur rood associeert met de Kerstman, weet dan dat dit pas sedert de jaren dertig van de



Wij wensen u een groene kerst

vorige eeuw zo is, toen Coca-Cola de baardige goedgezakte in een reclamecampagne opvoerde en vanzelfsprekend uitdoste in de kleuren van het bedrijf. Daarvoor was de Kerstman voorzien van een groen pak.