

*Het aangekondigde Fed-beleid dreigde een onnodige recessie uit te lokken in de VS. Hierdoor zou de kortetermijnrente boven de langetermijnrente komen te liggen. Met zijn strenge rentebeleid wilde de Fed vooral voorbereid zijn op een eventuele escalatie van de lonen in de VS.*

*Uit de recente cijfers blijkt deze evolutie echter niet zorgwekkend en kan de centrale bank haar renteprognose in lijn brengen met de marktverwachtingen, waaruit blijkt dat er geen renteverhogingen nodig zijn in 2019.*

*De neerwaartse aanpassingen van het groeiritme van de bedrijfsresultaten zijn terecht na de sterke opstoot in 2018. Maar het verwachte groeiritme bevindt zich nog steeds boven de 10 % en ondersteunt hogere koersniveaus. De huidige risicopremies op de aandelenmarkten compenseren op langere termijn voor de hogere volatiliteit.*

*De Chinees-Amerikaanse handelsbesprekingen wegen zwaar op het beleggingsklimaat maar we verwachten hier een positieve doorbraak. De onderhandelingspositie van China is in belangrijke mate afgezwakt door tegenvallende conjunctuurverwachtingen. De Chinese overheid heeft intussen zeer drastische stimulerende maatregelen genomen.*

De extreme bewegingen op de aandelen- en obligatiemarkten vertaalden de toenemende vrees voor een verdere terugval van de wereldconjunctuur maar drukten vooral de toegenomen bezorgdheid uit over het toekomstige monetaire beleid van de Amerikaanse centrale bank.

De financiële markten worstelen nu al wekenlang met het spookbeeld van een mogelijke recessie in de VS - of alleszins van een stevige groeikrimp - die de reeds vertragende groei wereldwijd volledig tot stilstand kan brengen. Maar ook in omgekeerde zin kan de Amerikaanse economie niet immuun blijven voor een verdere vertraging van de wereldgroei, zeker wanneer de Chinese conjunctuur nog verder dreigt weg te zinken. Maar zover hoeft het zeker niet te komen.

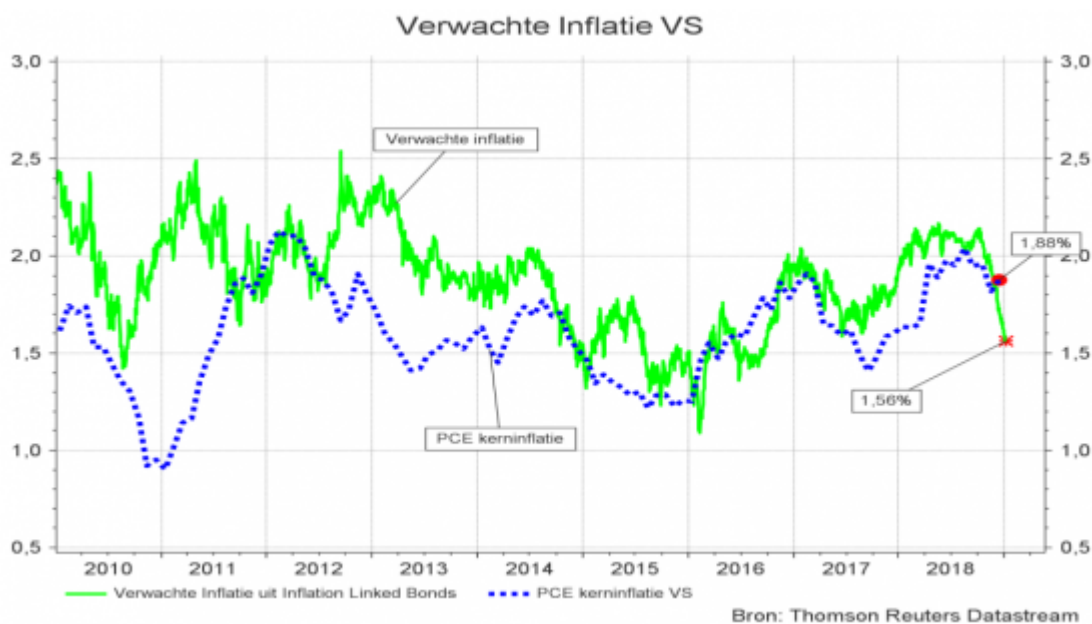
De Fed liet in zijn meest recente commentaren duidelijk verstaan dat hij bij de afstemming van het officiële rentebeleid zeker rekening zal houden met de verwachtingen van de financiële markten en de signalen uit de reële economie. De Chinese overheid heeft intussen de al substantiële stimulansen aan haar economie nog verder en nog drastischer opgevoerd om zodoende een conjuncturele ommekeer in het eerste halfjaar van 2019 te bewerkstelligen.

Dergelijke extreme marktschommelingen moeten in hun context worden gezien en geven vooral weer hoe moeilijk het momenteel is om het toekomstige economische pad te voorspellen. Wanneer de Amerikaanse monetaire overheden niet adequaat zouden reageren, door bijvoorbeeld in 2019 de beleidsrente toch te blijven verhogen om een denkbeeldige inflatiedreiging de pas af te snijden, dan kan een onnodige recessie worden uitgelokt of een eventuele groeivertraging worden uitgediept.

In principe gebeurt zoets niet maar eerdere onhandige commentaren van centralebankvoorzitter Powell zaaiden verregaande twijfel en leken te wijzen op een obstinate strijd tegen een ingebeelde inflatieopstoot die ten koste dreigde te gaan van toekomstige economische groei.

De inflatie-indicatoren geven alleszins aan dat het rentebeleid in de voorbije maanden zijn werk reeds voldoende heeft gedaan en de inflatieverwachtingen in belangrijke mate zijn teruggevallen.

Grafiek 1: Verwachte inflatie en kerninflatie in de VS

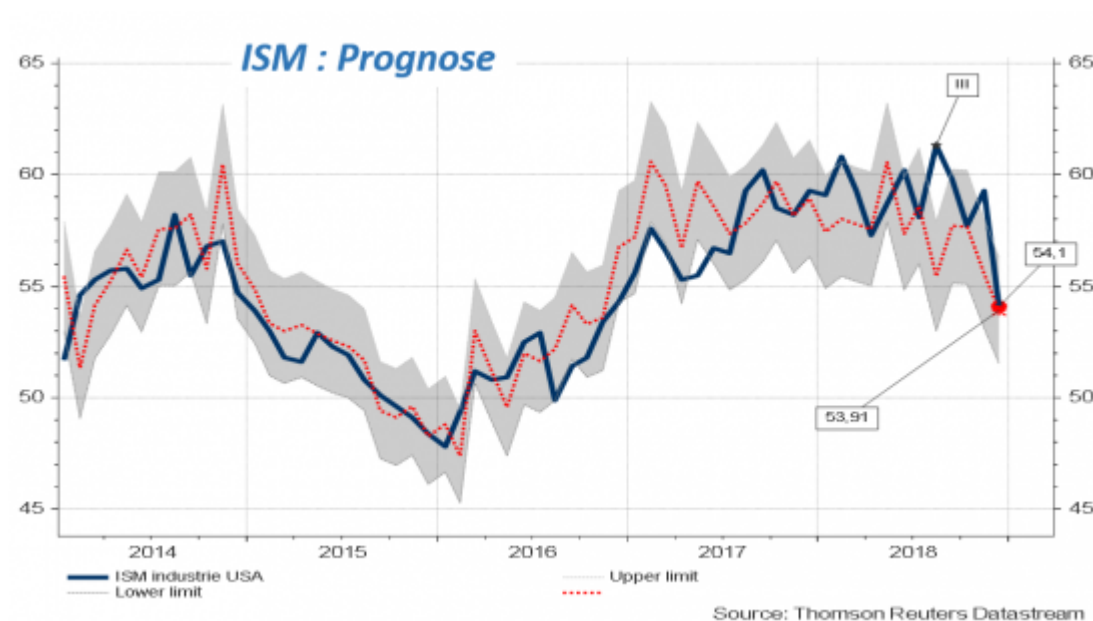


Behoudens een verregaande acceleratie van de looninflatie (die er niet lijkt aan te komen) zijn verdere verhogingen van de beleidsrente niet nodig en kan men zelfs uitkijken naar *rentedalingen* vanaf januari 2020. De *futures* op kortetermijnobligaties geven alleszins aan dat de kans op een additionele 'hike' van de Fed in 2019 quasi-onbestaand is, terwijl binnen 12 maanden de kans op een rentedaling viermaal hoger is dan op een stijging.

Van de oorspronkelijke paniek over een mogelijke golf aan opeenvolgende rentestijgingen - zoals in 2004-2005 - die in september 2019 mee aan de basis lag van de scherpe koerscorrecties op de aandelenbeurzen, blijft er vandaag niets meer over. Deze evolutie ligt volledig in lijn met onze beleggingsstrategie.

De keerzijde van de medaille is echter dat de meest recente Amerikaanse conjunctuurindicatoren intussen in belangrijke mate zijn teruggelopen, maar die duiden nog steeds op voldoende economische groei, zij het tegen een lager tempo. Hieruit kan onmogelijk enig oververhittingsgevaar worden afgeleid, zodat niets wijst op enige noodzaak voor een officiële renteverhoging.

Grafiek 2: ISM indicator industrie VS



Wanneer in een dergelijke context de Amerikaanse centrale bank, bij monde van haar gouverneur, toch halsstarrig leek te willen vasthouden aan een scenario van verdere stijgingen van de beleidsrente, zweepte dit de zenuwachtigheid van beleggers onnodig op, wat zich onmiddellijk vertaalde in stijgende volatiliteit op de beurzen, met opvallend scherpe intraday-schommelingen.

In een *worstcasescenario* dreigde immers een door de Fed uitgelokte terugslag in de Amerikaanse conjunctuur samen te vallen met ontgoochelende Europese economische prestaties en substantieel afzwakkende groei in China.

De beursmalaise werd zeker in de hand gewerkt door de politieke chaos in de VS in het algemeen, waar zowel de immaturiteit van de huidige beleidsploeg in het Witte Huis als de verse (en soms onervaren) troepen die de oppositie naar het Huis van Afgevaardigden stuurde na de gedeeltelijke Democratische verkiezingsoverwinning, nu tot een wederzijdse principiële opstelling leiden. Dit kristalliseert zich momenteel in een conflict over de goedkeuring van de begroting wat tot een langdurige *shut down* van (sommige) overheidsdiensten aanleiding dreigt te geven.

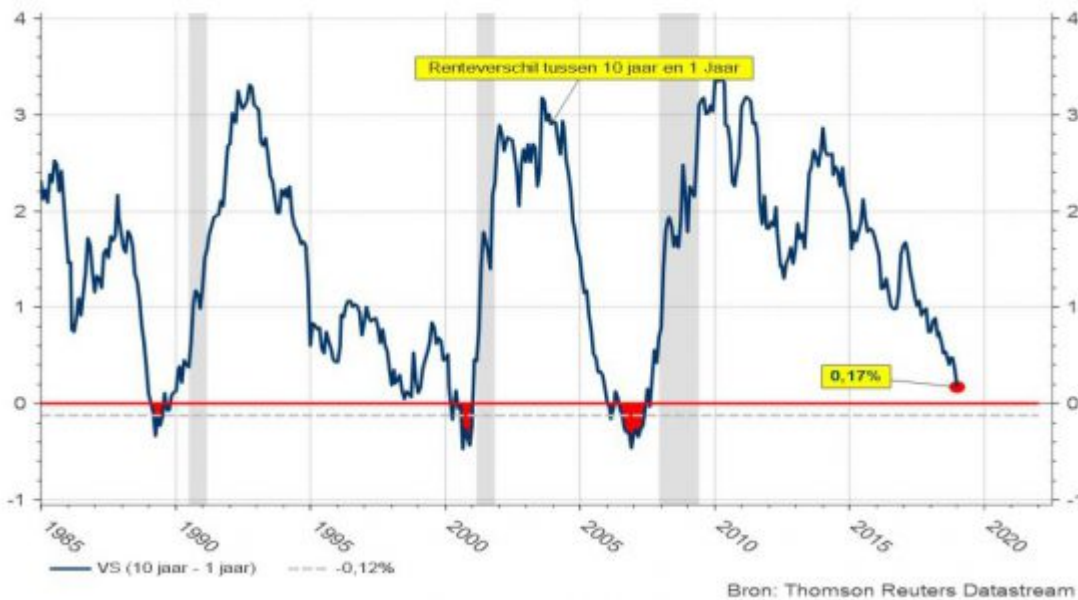
De financiële markten zijn echter zeer goed vertrouwd met deze problematiek omdat ook de vorige regering er mee te kampen had. Desgevallend kan de huidige president het nationale belang invoeren om alles te forceren. Ook Obama overwoog destijds een dergelijke optie.

Maar het was toch vooral de verbale strijd tussen de centrale bank en de zittende president die de financiële markten verregaand verontrustte. Beleggers betrouwen immers in belangrijke mate op de onafhankelijkheid en objectieve analyse van de Fed en zijn vakbekwaamheid. De interventies van Trump, die zonder enige terughoudendheid allusie maakte op het verwijderen van de Fed-voorzitter en openlijk de deskundigheid van de centrale bank in vraag stelde, deden investeerders twifelen over beide aspecten.

We hebben veel begrip voor het standpunt van de Amerikaanse president. De Fed bleef tot voor enkele dagen koppig herhalen dat er in 2019 nog een aantal rentestijgingen op til stonden maar dat voelde op het eerste zicht inderdaad zeer wereldvreemd aan en leek voorbij te gaan aan de economische realiteit die eerder wees op afnemende inflatie en een afzwakkende conjunctuur.

De financiële markten gingen ervan uit dat de centrale bank in 2019 geen enkele renteverhoging meer diende door te voeren. De Fed-voorzitter stelde echter tot voor kort de beleidsrente nog tweemaal te willen optrekken, telkens met een kwart procent.

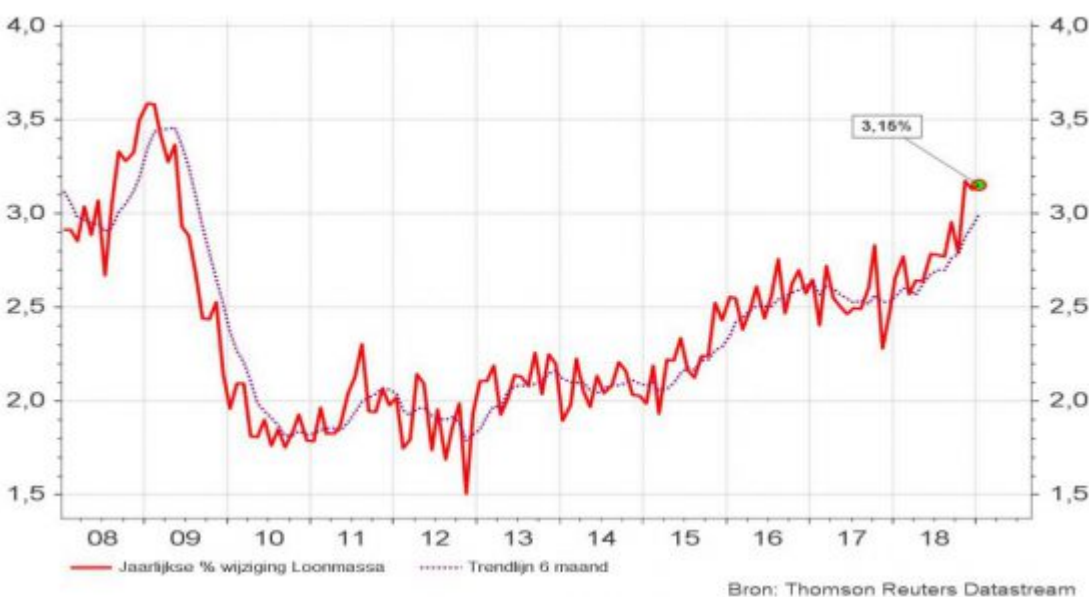
Grafiek 3: Verschil tussen de lange- en kortetermijnrente VS



Dit stond niet alleen volkomen haaks op de huidige renteverwachtingen van de markt maar dreigde de kortetermijnrente substantieel boven de langetermijnrente te brengen, wat zonder al te veel nuance wordt aanzien als een recessiesignaal.

De Fed-voorzitter wilde blijkbaar nog een slag om de arm hebben, ingeval de loonstijgingen uit de band zouden springen, zoals in 2004 en 2005. De pas gepubliceerde cijfers op vrijdag over de loongroei hebben hierover reeds enig uitsluitsel gebracht.

Grafiek 4: Loonstijgingen VS



Conform met onze verwachting bleek uit de laatste statistieken dat de loonstijgingen slechts een moderaat opwaarts pad volgen. De loonmassa groeit voldoende om het besteedbare inkomen van de gemiddelde Amerikaan te laten toenemen

maar verloopt zeer gradueel zodat de Fed over voldoende tijd beschikt om alsnog in te grijpen, indien dat toch nodig mocht blijken.

De cijfers van vrijdag boden het beste van beide werelden: stevige banengroei en toenemende lonen, zonder oververhittingsverschijnselen of inflatiedreiging. Hierbij moet echter wel rekening worden gehouden met het feit dat het hier *lagging indicators* [ii](#) betreft die meer zeggen over het verleden dan over de toekomst. De *leading indicators* (zoals de ISM-cijfers) wijzen op een vertraging van de economische groei.

We verwachten echter niet dat het nodig zal zijn om de beleidsrente verder op te trekken omwille van een eventuele escalatie van de loonstijgingen. Dit vooral omwille van de te beperkte productiviteitstoename van de Amerikaanse bedrijven. In tegenstelling met de situatie in 2004 en 2005 kunnen daardoor momenteel geen exorbitante loonstijgingen worden toegestaan. De bedrijven zouden hiervoor een belangrijke afname in hun winstmarges moeten tolereren en dit lijkt in het huidige ondernemingsklimaat weinig kans te maken.

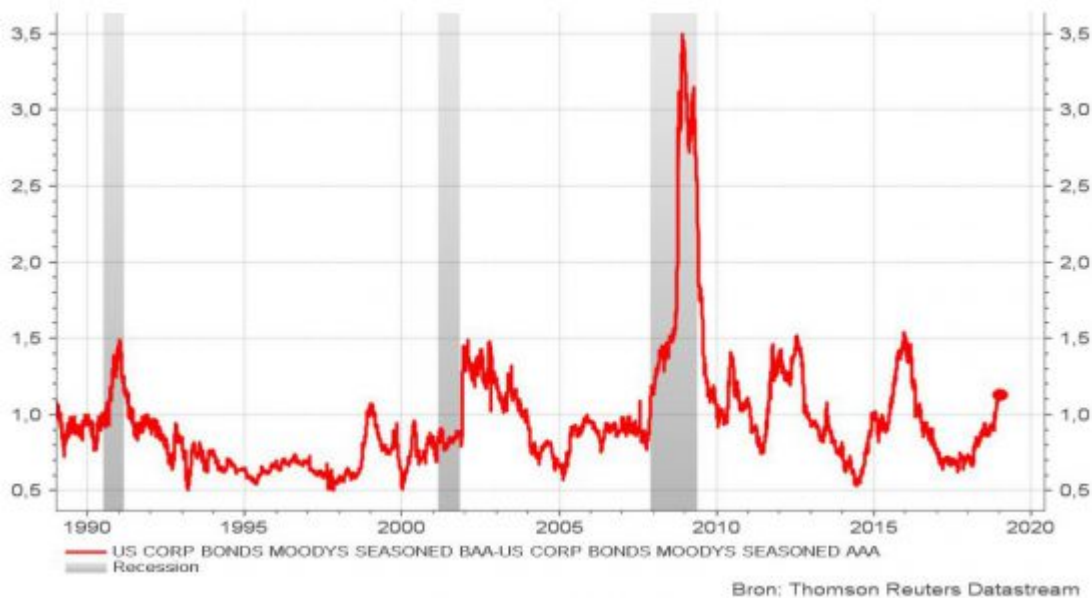
Maar met een werkloosheidsgraad van slechts 3,9 %, die zich kort bij een historisch laagtepunt bevindt, kan men als centrale bankier niet anders dan rekening houden met een potentieel scenario van een opwaartse loonspiraal. Cijfers in de komende maanden, die blijven wijzen op een moderate loonontwikkeling kunnen de kansen op een ongunstige ontwikkeling dermate verlagen dat de Fed zijn beleid geleidelijk zal aanpassen. Hierdoor zal ook de vrees voor een onnodige, door de Fed uitgelokte recessie geleidelijk wegebben.

Al dan niet onder druk van de president (maar daarom niet minder terecht) hebben verschillende Fed-gouverneurs in de afgelopen dagen al aangegeven dat hun rentebeleid zeer flexibel is en zal worden bijgestuurd indien de economische indicatoren en de inflatieontwikkeling dit vereisen.

Dit is steeds ons uitgangspunt geweest omdat het ons vanzelfsprekend lijkt dat de Fed op een gepast moment in de komende weken zijn geprojecteerde beleid zal aanpassen en hierdoor meer in lijn komt te liggen met de huidige marktverwachtingen. De FOMC-[iii](#)vergadering van eind januari lijkt daarvoor de geschikte datum.

Toch eisen de financiële markten meer dan dat. Het balanstotaal van de centrale bank wordt momenteel zeer geleidelijk en zeer gecontroleerd afgebouwd [iiii](#). Maar ondanks het feit dat dit volledig volgens een reeds lang op voorhand afgesproken plan verloopt, blijkt deze afbouw toch schokken en liquiditeitschaarste te veroorzaken in bepaalde marktsegmenten. Dit uit zich onder meer in een oplopend renteverskil tussen obligaties met een Baa- en een Aaa-rating.

Grafiek 5: Renteverskil Baa- en Aaa-obligaties (10 jaar)

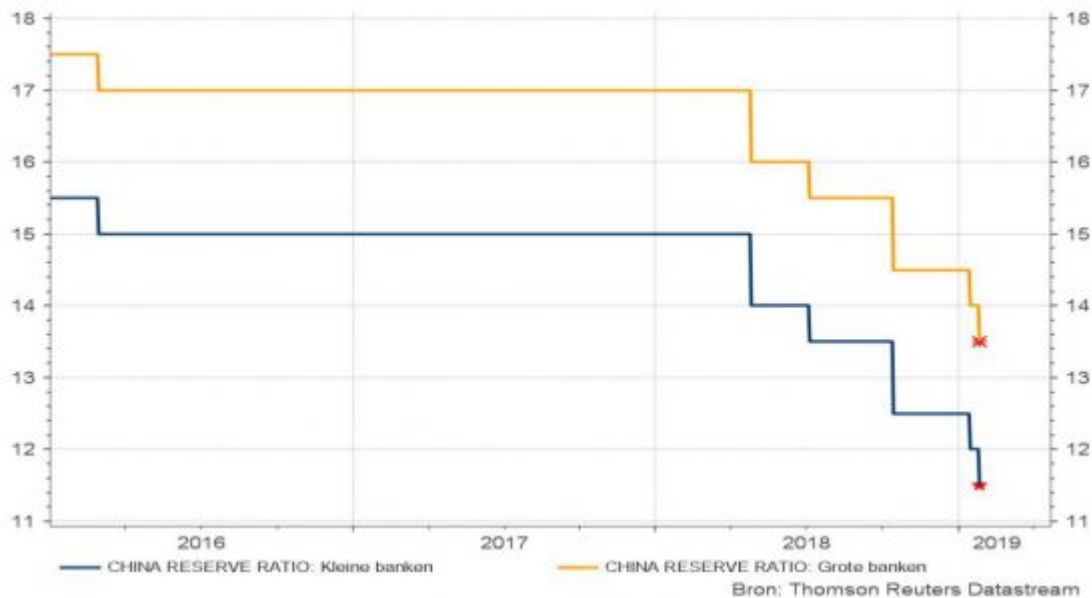


Op zich kan dit gemakkelijk worden opgelost door ofwel de afbouw tijdelijk stop te zetten of door specifieke liquiditeitsinjecties, maar Fed-voorzitter Powell liet zich na de laatste FOMC-meeting ontvallen dat dit beleid niet moest worden bijgestuurd omdat alles zo vlotjes verliep. Een dergelijke ontkenning van een marktrealiteit werd hem door de financiële markten echter bijzonder kwalijk genomen.

Maar ook in de recent bijgestuurde commentaren van de centrale bank blijkt een flexibilisering van het geplande afbouwbeleid niet van harte te zijn. Hiervoor heerst er alleen maar onbegrip, want de balans van de centrale bank vormt niet eens een beleidsobjectief. Een beperkte bijsturing van het beleid kan echter volstaan om de markten hieromtrent volledig gerust te stemmen.

De Chinese overheid diende in het recente verleden met substantieel lagere rentevoeten en een expansief kredietbeleid verregaande impulsen toe aan haar economie. Na de marktturbulenties die zich vorige week voordeden en (vooral) de verdere verzwakking van de conjunctuurindicatoren van de Chinese industrie, werden deze inspanningen nog verder opgevoerd met een verdere daling van de bancaire reserveverplichtingen. Dankzij lagere reserveverplichtingen kunnen de Chinese banken meer kredieten toekennen aan Chinese bedrijven.

Grafiek 6: Reserveverplichtingen Chinese banken



Dit is overigens reeds de 5<sup>de</sup> daling in een jaar tijd en duidt er vooral op dat het de Chinese leiders menens is met het vlottrekken van hun economie. Een verzwakkende economie kan immers de positie van partijleider Xi in gevaar brengen en verslechtert aanzienlijk de onderhandelingspositie van China in het handelsconflict met de VS. De klok tikt immers steeds nadrukkelijker in het nadeel van de grote Rode Reus.

Deze mix van stimulerende maatregelen bleek in het verleden steeds succesrijk maar doet de economische motor momenteel echter nog niet aanslaan. De bedrijven laten vooralsnog weinig enthousiasme blijken voor de goedkope kredietlijnen die hen worden aangeboden. Dit afwachtende gedrag is vooral toe te schrijven aan het aanslepende handelconflict tussen de VS en China, dat bij investeerders vanzelfsprekend de nodige (tijdelijke) terughoudendheid veroorzaakt.

Het conflict wordt momenteel door de VS op de spits gedreven enerzijds omdat dit zowat het enige dossier betreft waar de diep verdeelde Amerikaanse maatschappij het nog over eens kan zijn en anderzijds omdat president Trump over de sterkste kaarten lijkt te beschikken. Door hun verzwakte economische positie en het feit dat noch een lagere wisselkoers van de yuan, noch het stimuleringspakket de economische groei terug aangezwengeld krijgen, zou de Chinese overheid meer geneigd moeten zijn om de Amerikaanse eisen in te willigen.

Deze Amerikaanse eisen zijn overigens niet ongerechtvaardigd en zouden China helpen in zijn noodzakelijke omvormingsproces van een (onhoudbare) positie als bulkproducent tegen lage kostprijs naar een innovatieve en kwaliteitsvolle technologieus.

We geven momenteel een redelijke kans aan een positieve afloop van dit handelsconflict maar verwachten anderzijds geen zeer snelle oplossing. Daarvoor zijn de belangen te groot.

Intussen worden beleggers steeds meer met de neus op de feiten gedrukt. De terugslag in de Chinese economische groei en de terughoudendheid van de lokale consument begint immers wereldwijd door te wegen. Uit de recente omzetwaarschuwing van technologiegigant Apple zou moeten blijken dat de huidige impasse ook de Amerikaanse belangen schaadt. Dit nieuws kwam vorige donderdag erg ongelegen omdat de aandelenmarkten nog maar net bezig waren om een voorzichtig opwaarts pad te kiezen, maar ze schoven meteen al uit over de eerste ijzelplekken. [\[iv\]](#)

Dit gegeven brengt echter opnieuw een van de redenen onder de aandacht waarom de beurzen ons in het najaar van 2018 zo onaangenaam verrastten met een stevige terugval van het koersniveau [\[v\]](#). Na de afkondiging van bijzonder goede

bedrijfsresultaten over het 3<sup>de</sup> kwartaal van 2018 vond een belangrijk aantal bedrijfsleiders het immers nodig om te waarschuwen voor de komende kwartalen, die mogelijkerwijze lagere groeicijfers moeten laten optekenen.

Op zich is dat niet verrassend, na de historische winstsporging die net achter de rug was en de eenmalige opwaartse factor die werd veroorzaakt door de substantiële belastingverlagingen. Maar toch bleek dit voldoende voor beleggers om het rempedaal abrupt in te drukken. De verwachte winstgroei voor 2019 betreft echter nog steeds een *double digit* cijfer, zelfs in vergelijking met het vorig jaar sterk gestegen niveau.

Een aantal van de aangekondigde winstwaarschuwingen bleek tot nu toe overigens niet terecht gelet op de beter dan verwachte kleinhandelsverkopen, maar Apple's mededeling zaaide tijdelijk opnieuw twijfel in de rangen. Bij een positieve evolutie van de Amerikaans-Chinese handelsgesprekken zal dit wijzen op een aankoopopportunity. Bij een negatieve afloop hiervan moeten de beleggingsscenario's echter worden bijgesteld. De impact van een negatieve ontwikkeling op dit front zal weliswaar geen fatale invloed hebben, maar vereist veel vertrouwen van beleggers in de steunmaatregelen die China en de VS vervolgens voor hun eigen economie moeten afkondigen. Een dergelijk vertrouwen kan men echter slechts geleidelijk winnen. Maar zoals reeds aangegeven verwachten we ons niet aan een dergelijke negatieve ontwikkeling, wat niet belet dat we zeer alert moeten blijven.

De Europese economieën blijven eens te meer ontgoochelen, maar zullen verse moed putten uit een eventueel handelsakkoord tussen VS en China en de verwachte bijsturing van het beleid van de Amerikaanse central bank.

Beide aspecten vormen de onderbouw voor een geleidelijk herstel van de financiële markten, dat alleszins kan blijven steunen op lage langetermijnrente, beperkte inflatiedreiging en bescheiden olie- en grondstoffenprijzen.

De vereiste risicopremies zijn zowel op de Europese als Amerikaanse beurzen in belangrijke mate opgelopen. Dit betekent alleszins dat voor beleggers een bovengemiddelde vergoeding werd ingebouwd in de beurskoersen als compensatie voor de toegenomen schommelingsgraad op de financiële markten. Wat van beleggers vooral wordt verwacht is dat ze het nodige geduld weten op te brengen totdat de markten meer duidelijkheid verwerven over het toekomstscenario.

Het verwachte beursklimaat over de komende periode is verschoven van een zomerscenario in augustus, naar herfsttij in september tot een verwachte nieuwe ijsstijd in december. Wij voelen nu echter vooral lentekriebels.

**[i]** Dit zijn indicatoren die vooral iets zeggen over de afgelopen maanden en niet over de komende maanden.

**[ii]** Federal Open Market Committee, populair omschreven als de Fed Meeting.

**[iii]** Dit is een verdere stap van de afbouw van het quantitative easing programma. Hier zit echter geen enkele druk achter.

**[iv]** Toch moeten de cijfers van Apple in hun context worden geplaatst. Het betreft immers reeds de 10<sup>de</sup> daling van meer dan 10% over de laatste 20 jaar en het gaat niet om een winstwaarschuwing maar eerder om het raken van een omzetplafond dat een strategische omschakeling in hun bedrijfsbeleid noodzakelijk maakt. China vormt dan vooral een mooi excuus. Over de stelling van CEO Tim Cook heerst er echter toch wat twijfel want NIKE wist wel met een positieve winstverrassing te komen. Nochtans is dit bedrijf op gelijkaardige wijze blootgesteld aan dezelfde Chinese risicofactor.

**[v]** De recente daling was echter statistisch (net) niet genoeg was om een officieel einde te maken de beursbussie die in maart 2009 in de VS op gang werd getrokken. Cynisch genoeg bevinden we ons dus nog in een opwaartse beursfase wat de Amerikaanse waarden betreft. Europa en China vormen helaas een ander verhaal.



