

Een plots opgestoken gure oostenwind blies extreme vrieskou over het Europese continent en duwde de (al bijzonder frisse) temperatuur op de ochtend van 6 januari nog 20 graden lager. Het kwik zou niet meer boven het nulpunt komen tot begin april<sup>[i]</sup>.

We schrijven het bijzondere jaar 1709. In de Nederlanden vrozen de Maas, Schelde en Rijn op 3 dagen volledig dicht en kon je 3 maanden lang met paard en kar naar Engeland (al zou dat noch voor de bestuurder, noch voor het arme trekdier een plezier zijn geweest bij deze barre temperaturen).

Vooral Frankrijk werd extreem zwaar getroffen. De wolven huilden voor de poorten van Parijs en de wijnvaten<sup>[ii]</sup> barstten open in Nice. De daaropvolgende oogst mislukte dramatisch<sup>[iii]</sup> en er brak massale hongersnood uit. De politieke kaart van Europa werd hierdoor helemaal hertekend<sup>[iv]</sup>.

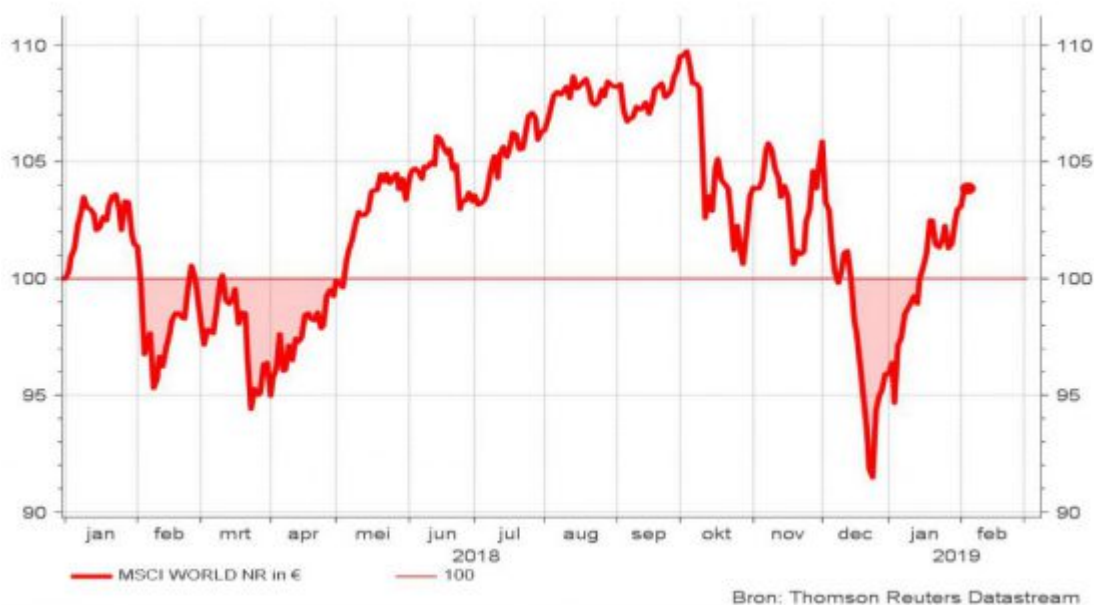
Geen haar op het hoofd van de vroege 18<sup>de</sup>-eeuwse medemens dat er toen aan dacht dat er 310 jaar later moest worden betoogd om maatregelen af te dwingen die de verdere opwarming van de aarde moeten afstoppen.

Maar nog groter was onze verbazing over de plotse dooi ten huize van de Amerikaanse Centrale Bank. Fed-voorzitter Powell lag al geruime tijd onder vuur omwille van de onverzettelijkheid waarmee hij ook in 2019 de beleidsrente verder wenste te verhogen, zonder veel rekenschap te willen geven voor de gevaren die een dergelijk beleid met zich meebrengt. Hij versterkte deze indruk nog door zijn koppig volhouden om via een voorgeprogrammeerde regel de balans<sup>[v]</sup> van de Fed af te bouwen.

Powell ignoreerde hiermee openlijk de overduidelijke signalen uit de financiële markten. Die wezen erop dat het verder optrekken van de kortetermijnrente de economie meer kwaad dan goed zou doen en vooral ook dat de afbouw van de balans van de Centrale Bank een volstrekte onnodige schaarste aan liquiditeit veroorzaakte die de financiële kosten van bedrijven met een lagere kredietrating (de meerderheid is dat) onnodig in de hoogte joeg.

Deze obstinate houding maakte hem tot voorwerp van ergernis en spot van de Amerikaanse president, maar het kostte tevens de aandelenmarkten honderden miljarden. De wereldindex dook gedurende 3 maanden schrikbarend diep in het rood om pas vanaf januari 2019 geleidelijk te herstellen.

Grafiek 1: Evolutie van de wereldindex aandelen - netto return in euro



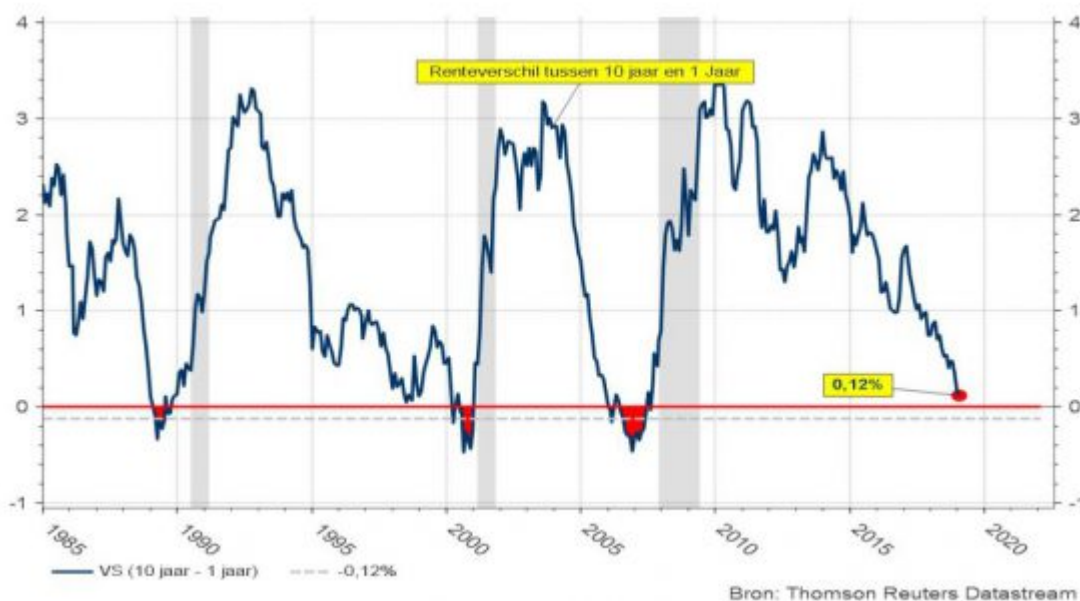
Je moest in de afgelopen periode telkens je hart vasthouden wanneer Jerome Powell een microfoon onder de neus geduwd

kreeg, want hij wist als geen ander om ieder pril herstel van de financiële markten onmiddellijk de kop in te drukken, terwijl op de achtergrond zijn collega's meewarig met het hoofd stonden te schudden. Maar niets van dit alles bij de laatste persconferentie, die volgde op het FOMC van 31 januari. Tot eenieders verbazing stelde de baas van de Centrale Bank dat er in 2019 geen verdere renteverhoging meer nodig zou zijn en dat bij de afbouw van de bankbalans de marktsignalen niet langer zouden worden genegeerd.

Meer nog, de enige component waarvan er mogelijkwijze enige inflatoire dreiging zou kunnen uitgaan, wordt bij de bepaling van het monetaire beleid in de onmiddellijke toekomst niet meer in aanmerking genomen. Deze component, de groei van de loonmassa in de VS die in 2004 en 2005 de Fed nog tot ongeziene renteverhogingen verplichtte, nam ook in de afgelopen maanden dreigende vormen aan. Dat was op zich niet verwonderlijk, gelet op de krapte op de arbeidsmarkt, maar werd steevast als excuus aangegrepen om in 2019 de beleidsrente verder te verhogen.

Maar hierdoor zou de kortetermijnrente boven de tarieven van de obligaties op 10 jaar stijgen, waardoor het ultieme alarmsignaal [\[vi\]](#) voor een komende recessie zou afgaan. Terecht of niet, dat doet er niet toe, want iedereen zal dan tegelijkertijd naar de nooduitgang spurten en de economie de dieperik insleuren.

Grafiek 2: Verschil rente 10 jaar en rente 1 jaar in de VS



De motivatie voor deze fundamentele kentering is enerzijds te zoeken bij de verzwakkende wereldgroei (die uiteindelijk ook de Amerikaanse economie negatief zal beïnvloeden). Anderzijds wordt het steeds minder duidelijk of loonstijgingen zich in de huidige omstandigheden wel degelijk zullen vertalen in een toename van de kerninflatie. De Fed-voorzitter verwees hiervoor naar mogelijke invloeden van productiviteitsgroei. Het is immers niet de doelstelling van de Centrale Bank om hogere lonen te vermijden maar enkel om ervoor te zorgen dat de kerninflatie niet hoger dan 2 % zal zijn.

Grafiek 3: Kans op een verhoging van de beleidsrente in de VS



Hierbij werd uit de futures-prijzen teruggerekend wat de kans was dat de markt gaf aan een verhoging van de kortetermijnrente. De hoogste kans situeerde zich ergens tussen juni en september 2019. Na de uitspraken van Powell op 31 januari viel deze kans terug tot een verwaarloosbare 3 %.

Hoe dan ook, we stellen dit al maanden en kunnen ons enkel afvragen waarom men een dergelijke desastreuze politiek zo lang heeft toegelaten. Dat de financiële markten niet doleuforisch hebben gereageerd op dit nieuws heeft vooral te maken met de onzekerheid over de binnenstromende bedrijfsgegevens. In oktober 2018 werden professionele beleggers immers onaangenaam verrast door de voorspellingen van bedrijfsleiders dat de resultaten over het vierde kwartaal wel eens konden teleurstellen. Vandaar dat het telkens bang afwachten is, zeker wanneer de (zeer) grote bedrijven hun cijfers bekend maken.

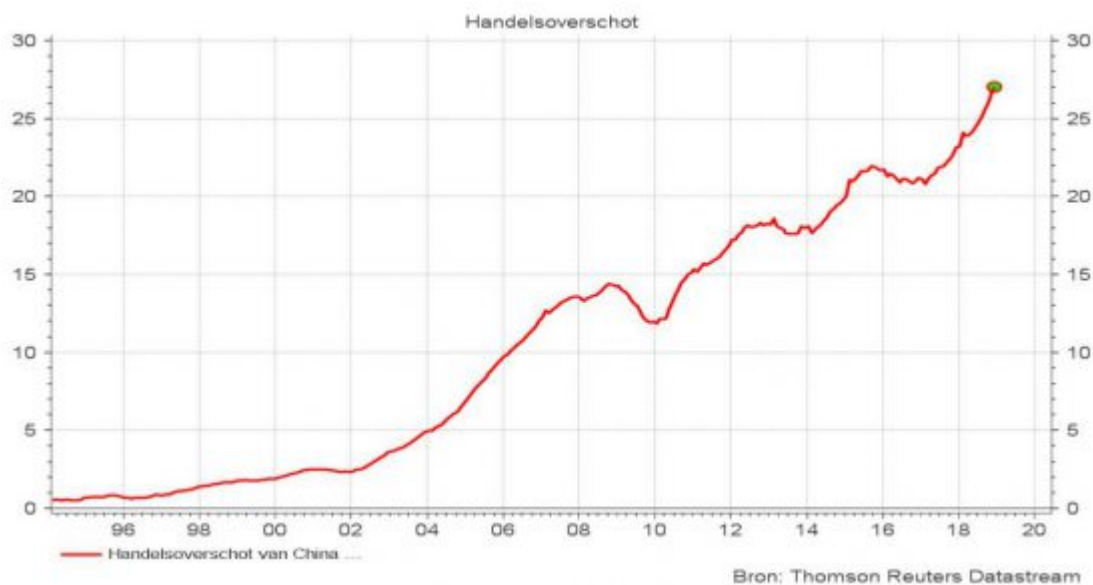
Maar deze vrees blijkt in de meerderheid van de gevallen ongegrond. Met meer dan de helft van de bedrijfsresultaten gekend, blijken intussen 71 % van de Amerikaanse ondernemingen hun winstverwachtingen te overtreffen. Het gemiddelde groeicijfer bedraagt 18 % (!) en dat is duidelijk meer dan de verwachte 15,5 %.

Toch blijft er hier en daar nog wat twijfel knagen. Enerzijds is er nog een grote onderlinge dispersie tussen de bedrijven en anderzijds is er wat ontgoocheling over een aantal mastodonten als Amazon en Alphabet en ongerustheid na de winstwaarschuwingen van de vroegere beursparel Nvidia. Intussen wist Apple de markten positief te verrassen, al was dat vooral omwille van het uitblijven van verdere ontgoochelingen.

Naast de onzekerheid over het toekomstige rentebeleid en de evolutie van de Amerikaanse bedrijfsresultaten waren de financiële markten tijdens de afgelopen maanden erg bezorgd over een mogelijke escalatie van handelsconflict tussen de VS en China.

Het immer oplopende handelsoverschot van China was een doorn in het oog van de Amerikaanse president, temeer omdat China stelselmatig haar eigen markt afsloot voor import uit de VS en Amerikaanse bedrijven in hun thuisbasis beconcurrerde met producten die de patentwetgeving erg losjes interpreteerde.

Grafiek 4: Handelsoverschot (in US \$) van China met de VS

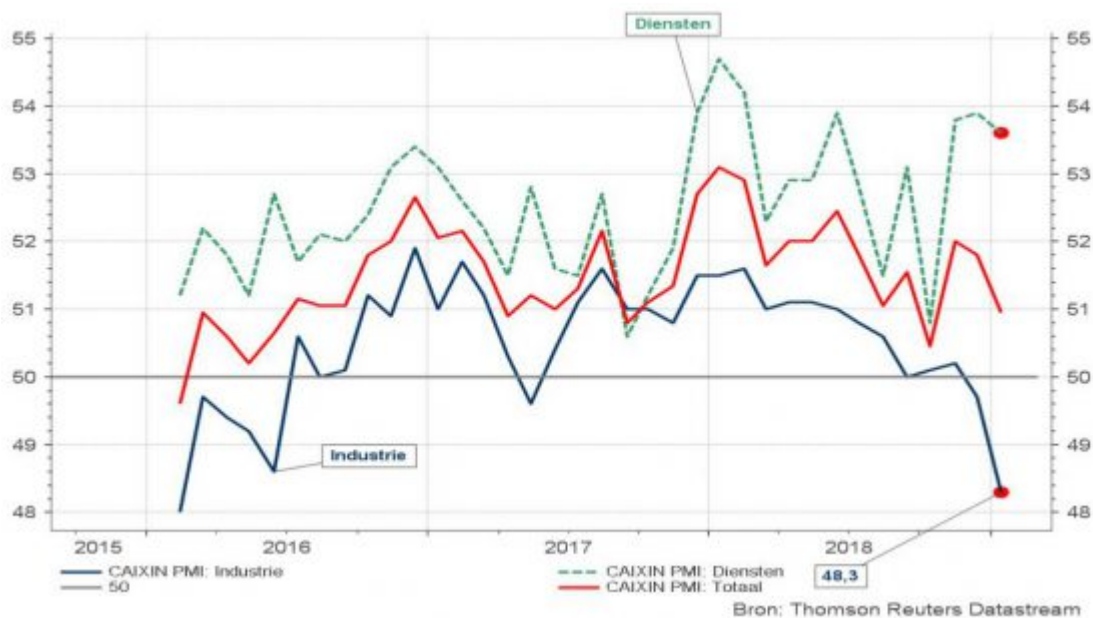


Beide partijen haasten zich nu om enthousiaste berichten de wereld in te sturen over de evolutie van de gesprekken. We weten intussen wel beter. Xi Jinping heeft behoefte aan goed nieuws voor zijn achterban, terwijl Trump zich geen nieuw debacle kan veroorloven nadat hij (voorlopig) de duimen moest leggen bij het shutdown debacle.

Dergelijke onderhandelingen zijn zeer technisch en vereisen grote waakzaamheid en aftoetsing met de thuisbasis, want ieder detail kan een nieuwe valkuil inhouden. De deadline van 1 maart is overigens volkomen arbitrair bepaald en kan gemakkelijk verplaatst worden. Het meest aannemelijke scenario lijkt hierbij dat op 1 maart met veel bombarie een handelsovereenkomst in de toekomst wordt aangekondigd waarvan nu de voorwaarden worden bepaald. Vandaar ook de bedaarde marktreactie bij de nochtans zeer positieve berichten die Trump en Xi Jinping de wereld in sturen.

De Chinese economie oogt hoe dan ook erg zwak. De industriële PMI-index [\[vii\]](#) zakt verder weg en kan niet meer voldoende worden gecompenseerd door de dienstensector om een verder wegebben van de economische groei te voorkomen.

Grafiek 5: PMI-index China: industrie- en dienstensectoren



Nochtans heeft de Chinese overheid meer dan voldoende maatregelen genomen om haar economie terug te lanceren. Lagere rente en ruime kredietfaciliteiten bij de banken moeten, in combinatie met belastingverlagingen en overheidsinvesteringen, in de nabije toekomst de economische motor terug op een hoger toerental brengen. Onder de conditie weliswaar dat het handelsconflict niet verder escaleert.

Intussen ligt de economische activiteit in de Aziatische wereld ongeveer plat omwille van het Chinees Nieuwjaar, waar de start van het jaar van het varken uitgebreid wordt gevierd. Een prima jaar volgens Chinakenners. Wij wensen alle Chinezen (ook uit eigenbelang) alle geluk [\[viii\]](#) toe, maar wensen ook alle varkens (en de meeste andere vierpotigen) een welgemeend diervriendelijk jaar toe.

Voor zij die geboren zijn in een eerder jaar van het varken (zoals '59, '71 of '83): Die staan volgens de Chinese horoscoop gekend als tolerant, meelevend, geestdriftig, behulpzaam en waarheidsgetrouw maar tevens als overmatig knorrig en een tikkeltje goedgelovig. We kennen er zo eentje.

[\[i\]](#) In de Nederlanden en Frankrijk was er een zeer korte dooi in februari. Maar dat verergerde de impact nog omdat de beschermende sneeuwlaag was verdwenen toen de vrieskou opnieuw toesloeg.

[\[ii\]](#) Alcohol bevriest op  $-114^{\circ}$  Celsius. Reken maar uit wat er gebeurt met een vat wijn met 15 % alcohol bij dergelijke buitentemperaturen.

[\[iii\]](#) Dankzij een miraculeuze oogst van gerst dat in de lente van 1709 op koninklijk bevel terug werd ingezaaid werd een nog grotere ramp voorkomen. De opbrengst was zesmaal hoger dan normaal. Dit *wonder* was te wijten aan het feit dat de vrieskou ook alle onkruid had vernietigd omdat de grond maandenlang tot een meter diep bevroren bleef en het nieuwe gerst daarom ongehinderd kon groeien.

[\[iv\]](#) Zweden verdween voor altijd van het toneel als militaire macht nadat het leger van Koning Karel XII doodvroor in Rusland en Tsaar Peter de Grote zijn blik westwaarts kon richten. Lodewijk XIV zag zijn positie in de Spaanse successieoorlog dramatisch verzwakken en moest uiteindelijk aan Engeland grote concessies toestaan, onder meer in Noord-Amerika. In 1789 herhaalde dit natuurfenomeen zich. Met de intussen gekende politieke gevolgen.

**[v]** De balans van de Amerikaanse Centrale Bank was sterk opgelopen omwille van de quantitative easing politiek waarbij massaal overheids- en bedrijfsobligaties werden opgekocht. Door obligaties die vervolgens op vervaldag komen niet volledig te herbeleggen zal het balanstotaal van de Fed geleidelijk afnemen.

**[vi]** Het huidige verschil tussen de rente op 10 jaar en 1 jaar bedraagt 0,12 %. Trek hiervan de gevreesde stijging van 0,25 % af, dan kom je extreem dicht bij het alarmniveau van 0,12 %. De vrees alleen zou de rente op 10-jarige obligaties nog meer naar beneden duwen en een recessie uitlokken.

**[vii]** Deze index meet de intenties van aankoopdirecteuren in de industriële sectoren.

**[viii]** Indien u de Chinezen echt geluk toe wenst, dan mag u volgens het lokale bijgeloof de komende 2 weken niet naar de kapper.