

Begin februari kondigde Fed-voorzitter Powell een scherpe bocht aan in zijn rentebeleid, wat de wereldbeurzen de kans heeft gegeven om quasi volledig te herstellen van de oplawaai van het vierde kwartaal van 2018. Het eerdere, grotendeels van de pot gerukte, standpunt van de Amerikaanse centrale bank stelde nog twee rentestijgingen van 25 basispunten in het vooruitzicht voor 2019, terwijl de financiële markten nadrukkelijk wezen op de noodzaak van lagere beleidsrente. De conjunctuurbarometers wezen immers overduidelijk op wereldwijd afnemende economische groei en teruglopend inflatiegevaar (als dat in die periode ooit aanwezig was).

Het vooruitzicht van teruglopende economische groei in combinatie met stijgende rentetarieven zond in het najaar van 2018 nog schokgolven door de financiële markten. Maar in plaats van dit onmiskenbare signaal ernstig te nemen, bleef de koppige Fed-voorzitter zijn aberrante stelling verdedigen en nam hij enkel zichzelf (bovenmatig) ernstig. Uiteindelijk bleek zijn waarschuwendende boodschap over een potentiële ontaarding van de inflatievoet alleen maar *fake news* te bevatten.

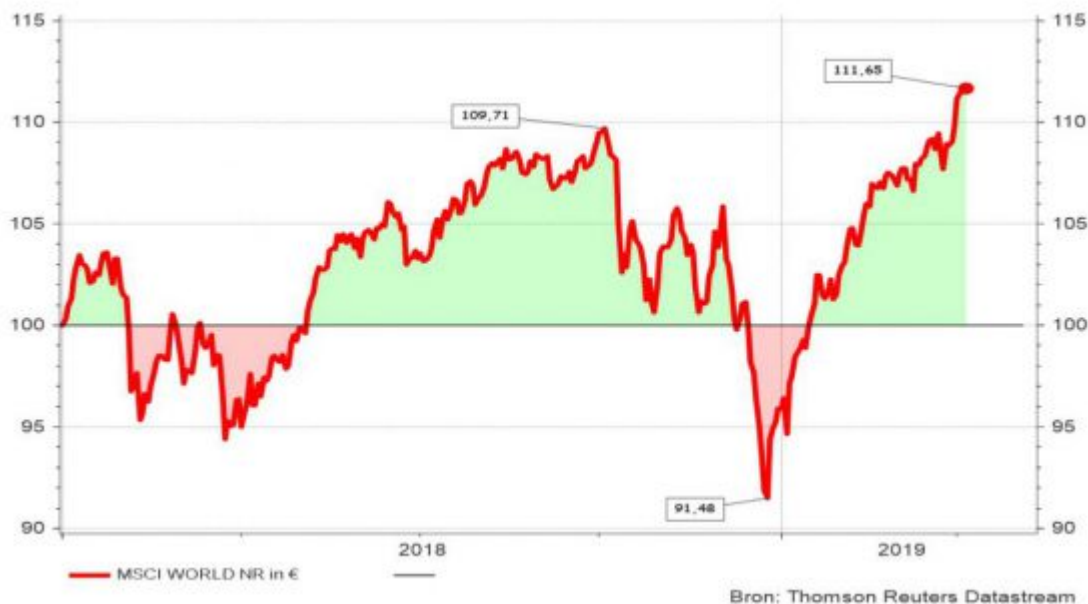
De motivatie voor een dergelijk obstinaat gedrag moet enerzijds worden gezocht in het feit dat een monetaire overheid haar aangekondigde politiek niet al te abrupt mag wijzigen (ook al bleek de analyse manifest verkeerd), want dit dreigt als paniekvoetbal te worden geïnterpreteerd, wat de economie nog meer ontwricht en de geloofwaardigheid van de centrale bank op lange termijn ondermijnd. Anderzijds wakkerden de aanhoudende loonstijgingen in de VS inderdaad de vrees aan voor toenemende inflatie. Een eenvoudige rekenregel uit het verleden hield in dat een verwachte salaristoename van 4 % op jaarbasis leidt tot een inflatie in de grootteorde van 2,5 %. Dit is 50 basispunten hoger dan de beleidsdoelstelling van de centrale bank en zou moeten bestreden worden met twee aanvullende Fed-hikes van 25 basispunten. Vandaar 's mans stellingname ...

Dit historische verband tussen salarismetrische groei en inflatie lijkt echter doorbroken, al blijkt de Fed de oorzaken hiervoor niet kennen. Op de vraag van een journalist naar een mogelijke verklaring, stelde één van de centrale bankiers alleen dat *things have happened*.

Wat ook de onderliggende reden mag zijn, het basisscenario van de Fed werd hierdoor sterk gewijzigd waardoor initiële vrees voor (onnodige) rentestijgingen zich omvormde tot een verwachte rentedaling van 25 basispunten. Deze neerwaartse beweging van de beleidsrente wordt verwacht vanaf oktober. De grootste kans op de realisatie van deze daling bevindt zich echter in januari 2020 en bedraagt nu 2 op 3.

De schrikreactie die de wereldbeurzen met een tuimelpartij van ongeveer 20 % opzadelde, maakte onmiddellijk plaats voor een enthousiaste opwaartse spurt die de globale aandelenkoersen gemiddeld zelfs boven het initiële recordniveau van begin oktober 2018 tilde [11](#).

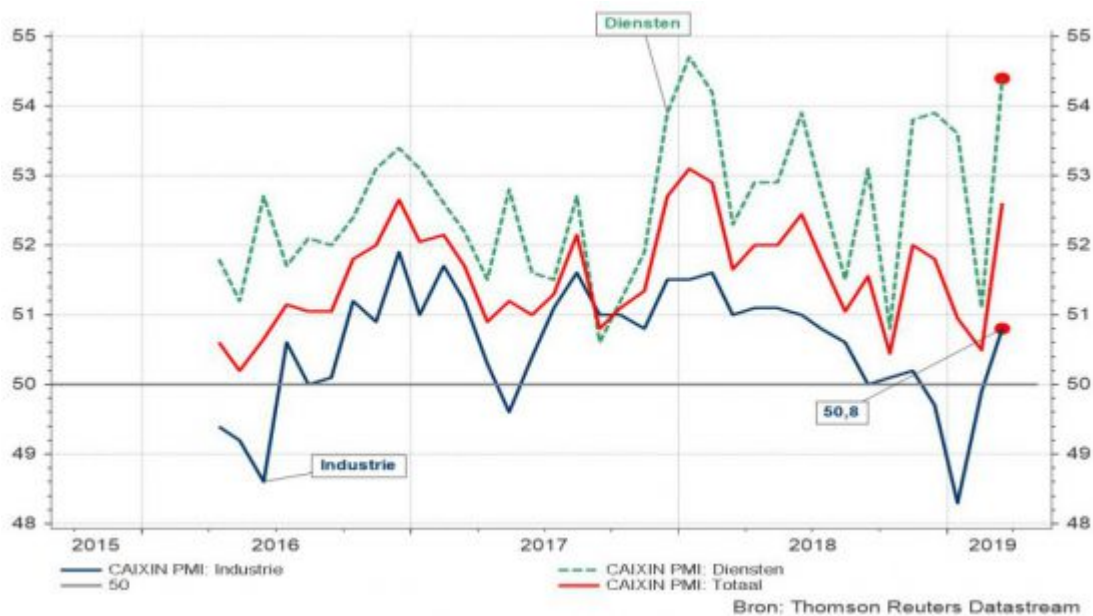
Grafiek 1: Recente evolutie van de wereldindex (net return in euro)



Het herwonnen enthousiasme werd verder versterkt door de zorgvuldig georkestreerde goednieuwsshow van het handelsfront waar de onderhandelingen tussen de Chinese en Amerikaanse vertegenwoordigers gunstig lijken te verlopen. Of dit werkelijk zo is, kan natuurlijk niemand bevestigen. Normaal zou donderdag een datum bekend gemaakt worden voor een finaliserende ontmoeting tussen de Amerikaanse en Chinese president, maar indien dit niet gebeurt betekent zoiets niet dat de handelsoorlog dreigt te escaleren. De materie is complex en vereist een gedetailleerde voorbereiding. Uitstel van de top kan in die zin ook betekenen dat er wel degelijk een akkoord in het verschiet is maar dat sommige aspecten nog grondig moeten worden uitgewerkt. Indien het uiteindelijk zou blijken dat voor het handelsconflict nog geen oplossing kon worden gevonden, zal dit de beurzen ongetwijfeld negatief beïnvloeden. Een stevige koerscorrectie biedt echter opnieuw mogelijkheden, want zelfs bij een besteding van de importtarieven zullen zowel de VS als China zich op termijn weten te heroriënteren. Dit zal ons echter verplichten om andere sectoren te benadrukken dan nu het geval is, waar vooral technologie en biotechnologie de plak zwaaien.

De Chinese technologiebeurs heeft intussen al flink geanticipeerd op een positieve afloop van de handelsbesprekingen en kreeg recent nog meer wind in de zeilen, nadat bleek dat de Chinese conjunctuurindicatoren veel betere waarden lieten optekenen dan werd verwacht. Zowel de PMI-index voor de industrie als voor de dienstensectoren kenden een substantiële verbetering, waarmee de vrees voor een nakende hard landing van de op één na grootste economie werd ontzenuwd.

Grafiek 2: Evolutie van de Chinese conjunctuurindicatoren



Ook de 'naburige' Indische beurs kende recent een opvallend, maar niet onverwacht positief verloop nadat een officiële rentedaling kon worden doorgevoerd en er weinig of geen inflatiedreiging bestaat, gelet op de stabiliteit van de voedselprijzen. Ook de vrees voor een negatieve politieke ontwikkeling na de verkiezingen die in mei plaatsvinden, lijkt te zijn weggeëbd. De gunstige ontwikkeling van de bedrijfsresultaten kan zich zo doorzetten in beurstijgingen, bij een relatief stabiele wisselkoers.

In de eurozone zou een verdere daling van de kortetermijnrente, ondanks het negatieve tarief van de depositorente, wellicht nog de meest aangewezen weg zijn voor de ECB. De zwakke rendabiliteit van de Europese banken laat dit echter niet toe. De teruglopende conjunctuurindicatoren deden de langetermijntarieven verder kelderen, tot groot jolijt van obligatiebeleggers die hierdoor een onverhoopte koerswinst aangeboden kregen waardoor ze (tijdelijk) de extreem lage coupons op de aangeboden overheidsobligaties kunnen vergeten. De Duitse rentecurve is door deze rentedaling voor looptijden tot en met 10 jaar negatief geworden, terwijl ook de Belgische rente pas na 7 jaar boven het nulpunt komt en op 10 jaar nog slechts 0,46 % bedraagt. Gegeven de structurele hoge Belgische inflatie - door de automatische indexering van de lonen op basis van de gezondheidsindex - boet een Belgische obligatiebelegger jaarlijks tussen de 1,5 % en 2 % aan koopkracht in.

Nochtans is de meest recente lezing van de meeste Europese PMI-indicatoren beter dan verwacht, zodat ook hier de vrees voor het volledig wegzinken van de eurozone in een nieuwe recessie momenteel ongegrond is en men zelfs aan een opwaartse beweging mag gaan denken wanneer de groei van de export naar China terug kan opveren. Dit kan echter op korte termijn enkel gebeuren indien de Amerikaans-Chinese handelsbesprekingen op gunstige wijze verlopen.

Vanzelfsprekend weegt de onzekerheid over de brexit zwaar op de Europese economie. Vraag aan ons, gewone stervelingen, niet hoe dit uiteindelijk zal aflopen. In tegenstelling tot andere potentiële ontwikkelingen op geopolitiek vlak, vertonen de financiële markten opvallende kalmte rond de onvoorspelbare soapopera die momenteel wordt opgevoerd. De beurzen zien in de huidige chaos vooral de kans toenemen voor een tweede referendum of alleszins voor een verlengd verblijf van het VK in de Europese Unie. Het is zelfs opvallend dat wanneer de kans op een goedkeuring van de deal met de EU over de effectieve uittreding van het VK toeneemt, de Britse beursindex in het rood duikt. In iedere geval was de FTSE één van de beter presterende beursindices over de afgelopen periode. In dergelijke speculatieve posities hebben wij momenteel echter weinig trek.

Bij onze asset-allocatie blijft de nadruk liggen op een overweging van aandelen, waarbij het neutrale profiel een richtgetal

van 60 % nastreeft, met vooral een accent in de thematische fondsen die zich richten op technologie, lifestyle, robotica, water, biotechnologie en pharma. Hierdoor ontstaat tevens een overweging van Amerikaanse waarden en neemt de dollarpositie verder toe.

Recent werd ook de positie in India en China verder verhoogd.

Bij obligaties nemen we een eerder afwachtende houding aan, na de onverhoopte koersstijgingen in de voorbije weken. Onze overwegingen in Portugal, VS, Spanje, Italië en Polen blijven echter aangehouden en worden in de marge aangevuld met overheidsobligaties in Australië, Nieuw-Zeeland en Canada. Ook onze positie in obligaties uit groeilanden blijft overwogen, ten nadele van overheidsleningen uit België, Duitsland, Nederland of Frankrijk die volledig afwezig blijven.

[1] Bij de recente beurshausse herstelden zeker niet alle aandelen in gelijke mate. De sterk teruggevallen aandelen in het vierde kwartaal stegen in het eerste kwartaal nauwelijks meer. Per procent dat een aandeel in de eerste periode meer gezakt was, steeg het nadien slechts met 0,25 % meer.