

De Chinese vergeldingsacties op eerdere (maar intussen weer uitgestelde) Amerikaanse tariefverhogingen leidden tot een nieuwe escalatie in de handelsoorlog, waarmee misschien wel het eindoffensief is ingezet. En zoals bij alle conflicten, die in het verleden waren vastgelopen in de loopgraven van het ongenueanceerde eigen gelijk, denken we ook deze keer dat het pleit tegen Kerstmis beslecht zal zijn ...

We behoeden ons voor (onnodig) optimisme. Een stabilisatie van de huidige toestand zou immers al voldoende zijn om op de beurzen wat opluchting te brengen. De koele rekenaars in Beijing hebben al lang ingezien dat voor hen de oplegde tarieven minder duur uitvallen dan het opgeven van hun huidige handelspraktijken. In de VS merkt men geen inflatieverhogend effect en rinkelt de kassa bij de douanediensdiensten. Genoeg om, net voor de verkiezingen, een belastingverlaging te helpen financieren.

President Trump toonde zich echter een slechte pokeraar door begin augustus, totaal onnodig, sommige importtarieven met een louter symbolische 5 % op te trekken om hiermee uiting te geven aan zijn onvrede over het gebrek aan vooruitgang bij de handelsbesprekingen. Dit bleek zeer ongelukkig want uit cijfers die nadien werden bekendgemaakt, bleek onder meer dat de export van soja van de VS naar China in juli op jaarbasis is verdrievoudigd. Precies zoals gevraagd door de VS en beloofd door de Chinese onderhandelaars.

Dit manifeste gebrek aan waardering voor hun inspanningen dreef de Chinese overheid vrijdag tot een (beperkte maar goedgerichte) vergeldingsactie die voor het overige initieel hooguit wat rimpels op de beurzen veroorzaakte. De impulsieve reactie daarentegen van de Amerikaanse president en zijn rabiate commentaren brachten echter diepe ontgoocheling over zoveel onbegrip en stuurden de financiële markten kelderwaarts.

Met de aankondiging dat China bereid is om terug aan de onderhandelingstafel te komen, wist Trump maandag de financiële markten enigszins te sussen. Maar geen mens die dit bericht voor waar aanneemt. Zoals steeds bevindt dit zich in de schemerzone tussen *Wahrheit und Dichtung*. Belangrijker is dat (zelfs) de Amerikaanse president intussen heeft ingezien dat aan zijn huidige politiek zeer schadelijke gevolgen zijn verbonden.

Voor een goed begrip: De aandelenmarkten staan (zeker in de VS) nog stevig in plus voor 2019, maar geven met deze frenetieke bewegingen aan dat het stilaan welletjes is geweest.

Grafiek 1: Evolutie van enkele beursindices (returnindices in euro)



Het is intussen overduidelijk dat China deze fase in de handelsoorlog heeft gewonnen. Vooral omdat het een krachtiger wapen kan inzetten, met name de wisselkoers van de yuan, en weet dat de doorsnee Chinees over een groter incasseringsvermogen beschikt dan de gemiddelde Amerikaanse werknemer, consument en kiezer.

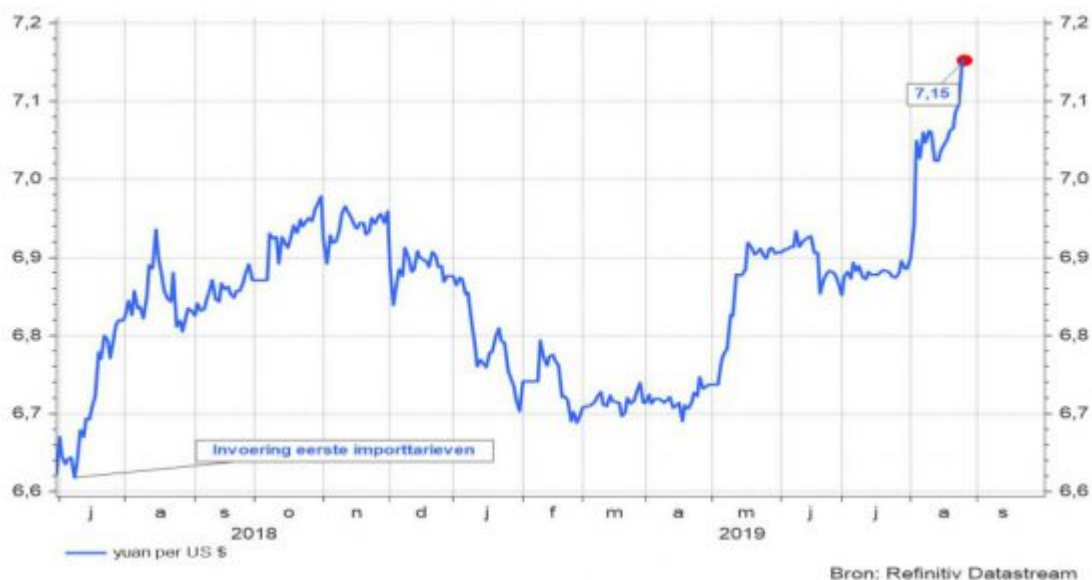
De VS kan dit wapen niet inzetten, temeer omdat de centrale bank niet zomaar bereid is om haar monetaire politiek in

functie te stellen van een verloren handelsconflict. Het leverde voorzitter Jay Powell het verwijt op om een vijand van de VS te zijn. *Who cares. Ain't nobody got time for this ...*

Op een scheldtirade meer of minder steekt het allang niet meer. De Fed-voorzitter heeft het overigens ook bij ons voor eeuwig verkorven door zijn stroeve houding in het najaar van 2018, die een debacle op de aandelenmarkten veroorzaakte.

Het handelsconflict leverde aan de Chinese overheid ook het gedroomde excuus om af te stappen van het hardemuntbeleid dat haar in 2008 was aangepraat door de eurozone en de VS. Het leverde China wel het felbegeerde statuut op van reservemunt van het IMF, maar leidde tegelijk ook tot een stelselmatige afbouw van zijn internationale concurrentiepositie.

Grafiek 2: Recente evolutie van de yuan/US \$ wisselkoers

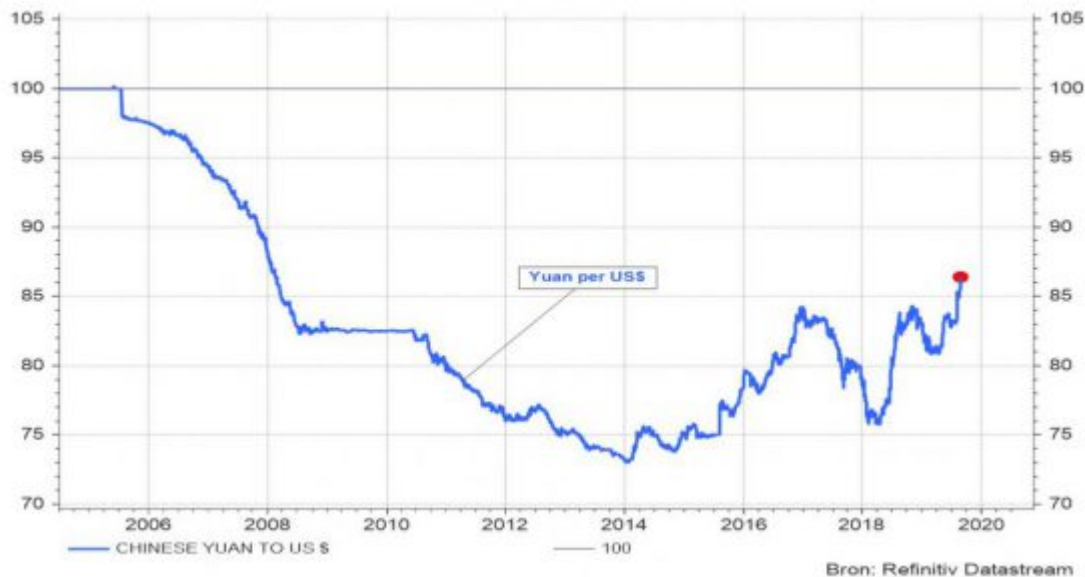


Iedere tariefverhoging door de VS werd systematisch gecounterd door de combinatie van een daling van de yuan-wisselkoers en de geleidelijke absorptie van de importtaksen in de lange productie- en distributieketen die Chinese producten volgen, vooraleer ze in de rekken van Amerikaanse grootwarenhuizen worden uitgestald.

Maandag daalde de yuan tot een 11-jarig dieptepunt ten opzichte van de US \$ en dat vertelde genoeg over de intenties van de Chinese overheid. Maar om de deur voor verdere gesprekken niet helemaal te sluiten werd de wisselkoers door de PBOC ondersteund rond een niveau van 7,15 yuan per US\$. Dat is 8 % lager dan juli 2018, toen de Amerikaans president met substantiële tariefverhogingen het startschot gaf van dit handelsconflict, in de hoop om hiermee China te verplichten zijn interne markten vlotter toegankelijk te maken en de misbruiken van het patentrecht een halt toe te roepen.

De VS hebben geen ander wapen dan tariefverhogingen die weinig effectief blijken te zijn [\[1\]](#). China kan zijn wisselkoers daarentegen nog makkelijk 15 % lager zetten.

Grafiek 3: Evolutie yuan / US \$ wisselkoers op langere termijn



We zijn in dit dossier nooit gaan wanhopen (dat doen we overigens alleen bij vulkaanuitbarstingen), maar gaan vanzelfsprekend ook niet al te euforisch worden bij het eenzijdige bericht van de Amerikaanse president dat de Chinese onderhandelaars terug aan tafel willen komen. Wij sluiten dit natuurlijk niet uit, temeer omdat China nu duidelijk zijn punt gemaakt heeft, zodat nu op gelijke voet kan onderhandeld worden.

De handelsoorlog kan aan de VS meer schade aanrichten dan omgekeerd, vermits de VS zijn munt niet zo makkelijk kan laten depreciëren en daarom over weinig alternatieven beschikt om de strijd voort te zetten. Met verdere tariefverhogingen maakt de Amerikaans president alleszins zeer weinig indruk bij de beleidsmakers in Beijing, die in tegenstelling met hun collega in Washington DC, zich geen zorgen moeten maken over nakende verkiezingen.

Maar de Chinezen zijn wellicht zo verstandig om de Amerikaanse president zonder gezichtsverlies de strijdbijl te laten begraven. Nu de VS zijn meerdere heeft leren kennen, zijn we misschien hoopvoller dan ooit dat er uiteindelijk toch een handelsvrede kan worden gesloten.

Door al dit inefficiënte gedoe balanceert de wereldeconomie op de rand van een lichte recessie waarbij nu zelfs de VS flirt met recessiesignalen. Gelukkig blijven die tot nu toe beperkt tot de rentecurve waarbij de rente op 10 jaar onder de tarieven op 1 jaar (en zelfs even onder deze van 2 jaar) is gedoken. Een negatieve rentecurve leidde de afgelopen 7 keer dat dit fenomeen zich voordeed, een recessie in binnen 3 tot 4 kwartalen. Maar dan moet deze toestand nog even aanhouden. De verwachting is echter dat de Fed de beleidsrente op 18 september met 25 basispunten zal laten dalen waardoor naar alle waarschijnlijkheid de rentecurve terug positief zal worden. De kans op een recessie in de VS blijft dus klein.

Maar ook al is de kans klein dat je naast een draak [\[ii\]](#) woont, dan moet je hem niet al te nadrukkelijk op de koffie vragen ...

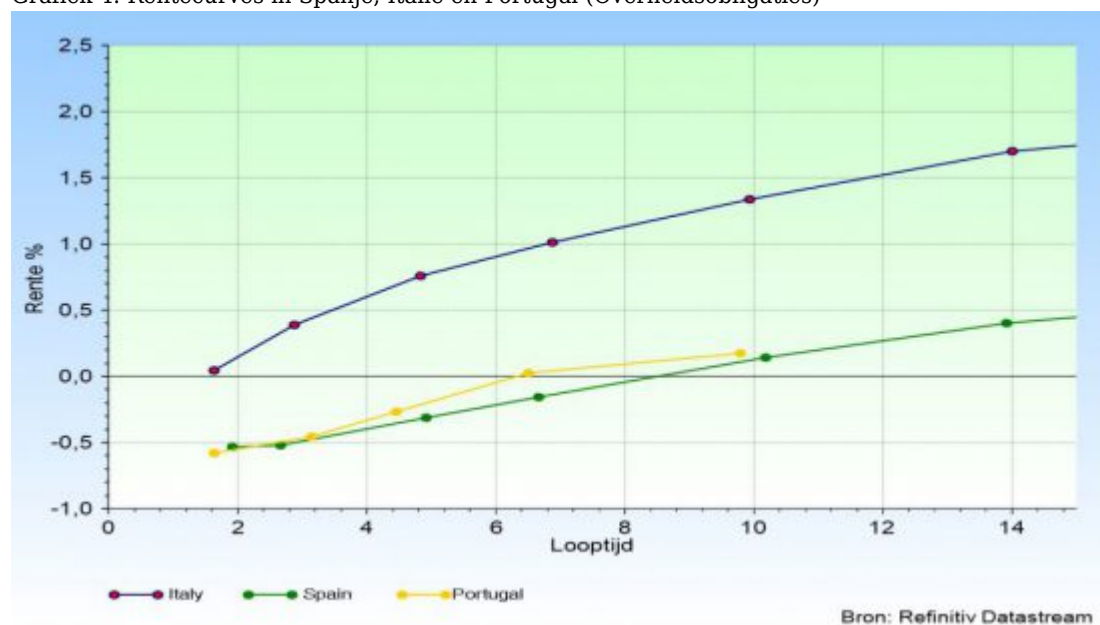
Als er toch een recessie komt, wereldwijd en in de VS, zal het wel de meest vermijdbare ooit zijn.

En de eurozone? Die sukkelde voort en leeft van de hoop op verdere monetaire stimuli. We weten echter dat verdere rentedalingen nog weinig soelaas kunnen brengen en waarschijnlijk zelfs meer schadelijke gevolgen dan voordelen met zich zullen meebrengen. De Europese overheden moeten een verregaand investeringsplan uitwerken en uitvoeren om de toekomst van het Avondland veilig te stellen. Wachten ze tot na de brexit met het afkondigen van dergelijke plannen?

We houden ons hoofd koel bij al deze (onnodige) turbulenties en pasten onze asset-allocaatie lichtjes naar beneden aan wat

betreft de aandelencomponent. De hogere volatiliteit legt het optimale gewicht van aandelen nu eenmaal op een wat lager punt. Maar dit betreft slechts marginale aanpassingen. Van meer fundamentele orde is echter onze toenemende afkeer van langetermijnobligaties. Enkel Italië wordt nog verder opgebouwd terwijl systematisch alle Spaanse en Portugese negatieve rendementen worden verwijderd. Op het Iberische schiereiland moet je intussen al langer gaan dan een looptijd van 8 jaar om nog een positief rendement te vinden. De vrijgekomen middelen gaan in de richting van eerder kortlopende Amerikaanse, Canadese, Nieuw-Zeelandse en Australische obligaties.

Grafiek 4: Rentecurves in Spanje, Italië en Portugal (Overheidsobligaties)



[\[i\]](#) De verordening van Trump dat Amerikaanse bedrijven zich op basis van zijn bevel moeten terugtrekken uit China wordt op grote hilariteit onthaald en was duidelijk bedoeld als (doorzichtige) bluf.

[\[ii\]](#) Met dank aan J.R.R Tolkien : *'It doesn't do to leave a live dragon out of your calculation, if you live near to him.'* Wij lazzen dat nog ...