

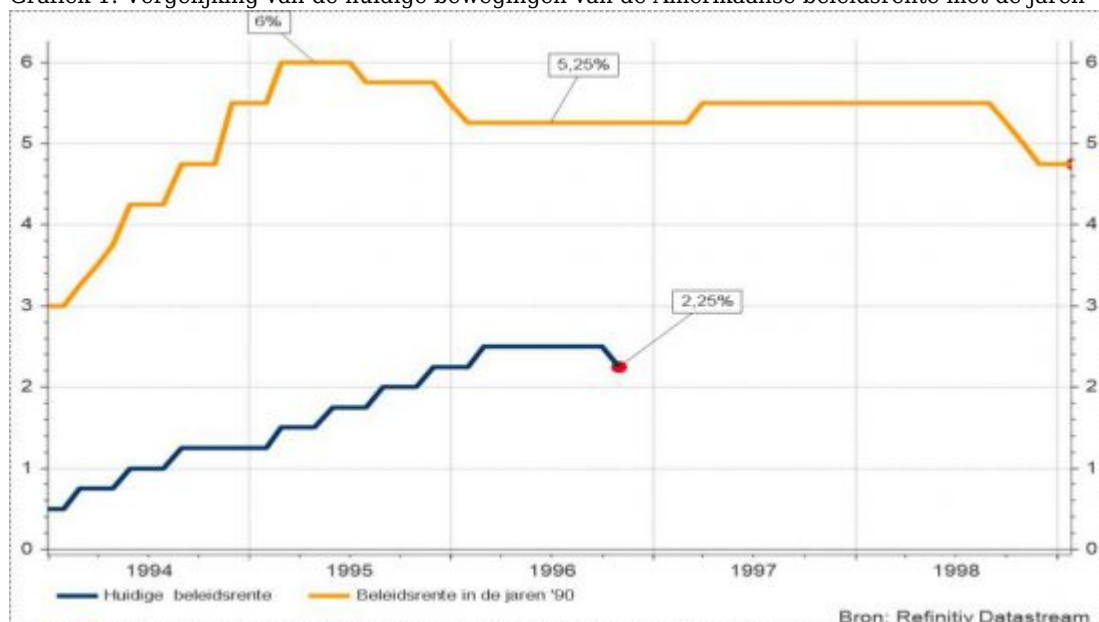
De financiële markten reageerden ontgoocheld na de eerste knip in de Amerikaanse beleidsrente in 10 jaar. Niet omdat de rentedaling slechts 25 basispunten bedroeg, en dus niet het halve procent waar de Amerikaanse president om duistere redenen expliciet op aandrong. Voor een dergelijke drastische ingreep was er immers geen motivatie want de Amerikaanse economie draait nog behoorlijk, het vertrouwen van de Amerikaanse consumenten is hoog als vanouds en de werkloosheid flirt met historisch lage niveaus.

Een daling met een kwart procent, zoals de Fed woensdag doorvoerde, kon echter wel op de appreciatie van de markten rekenen. De vreemdsoortige commentaren van de voorzitter van de Amerikaanse centrale bank tijdens de persconferentie die traditioneel volgt op een vergadering van de FOMC, gaven echter verwarrende signalen over het toekomstige rentebeleid. De neerwaartse beweging van de beleidsrente paste volgens Jerome Powell in een 'mid cycle' aanpassing, zoals die ook in het verleden werd doorgevoerd, bijvoorbeeld zoals in de jaren '90.

Dit leek erop te duiden dat de Fed erg terughoudend zou zijn om nog verdere dalingen van zijn beleidstarief door te voeren. De financiële markten reageerden initieel erg afwijzend. Het scenario met verdere dalingen met 25 basispunten, dat zoals vrij algemeen verwacht in september 2019 en (vanaf) januari 2020 zou worden doorgevoerd, moest nu in allerijl worden aangepast. De verwijzing van Powell naar de groezelige economische periode in het midden van het laatste decennium van de vorige eeuw bood hierbij op het eerste zicht weinig houvast.

Daags na de historische ingreep op de beleidsrente herstelden de aandelenbeurzen zich echter vrij spectaculair en werden de uitspraken van Jerome Powell afgedaan als weinig relevant. Daarenboven bleek uit de vergelijking met de rentebewegingen in de jaren '90 dat toen effectief ook drie rentedalingen van telkens 25 basispunten werden doorgevoerd, precies zoals oorspronkelijk verwacht werd voor de komende maanden. Alleen moest de timing wat worden aangepast. September werd oktober en de vooropgestelde daling van januari verhuisde naar maart of april van 2020. Dit was ruimschoots voldoende om een verdere koersrally op de (Amerikaanse) aandelenmarkten te veroorzaken, gestimuleerd door goedkoop geld en een onverwacht herstel van de bedrijfswinsten.

Grafiek 1: Vergelijking van de huidige bewegingen van de Amerikaanse beleidsrente met de jaren '90



De recente verrassend zwakke lezing van de Amerikaanse industriële conjunctuurindicator (ISM) laat de kansen op een snellere daling van de beleidsrente echter opnieuw toenemen en de ondernemingsresultaten vallen intussen behoorlijk mee. Ondanks het oorspronkelijke pessimisme waarbij (hooguit) een nulgroei werd vooropgesteld, bleken de winsten in het tweede kwartaal van 2019 nog met een verrassende 5% te zijn aangegroeid. Weliswaar met zeer grote onderlinge

afwijkingen tussen de bedrijven, die aanleiding geven tot dramatische verschillen in de koersontwikkelingen.

De meest opvallende beweging had betrekking op de wisselkoers van de US dollar, die ten opzichte van de euro een stevige verbetering liet optekenen en die nu zeer kort bij onze modelwaarde komt aanleunen. Trump heeft dus zeker ongelijk wanneer hij de eurozone verwijt dat ze de wisselkoers manipuleert. De dollarkoers verstevigt door objectieve variabelen die in deze richting wijzen.

Grafiek 2: US dollar/euro wisselkoers ten opzichte van onze modelwaarde



Bron: Refinitiv Datastream (Hoe lager de curve,

hoe steviger de US dollar is geworden)

Maar net toen de aandelenindices een overwinningsgebaar wilden maken bij het bereiken van nieuwe historische records, tweette de Amerikaanse president hel en verdoemenis over de financiële markten met de verrassende aankondiging van een additioneel tarief van 10 % op Chinese uitvoer naar de VS.

Zowel de Amerikaanse als de Chinese economie kunnen wel tegen een (zoveelste) stootje van die orde van grootte. Het verontrustende in deze ontwikkeling is echter dat de VS nu zonder meer te kennen geeft dat het rekken van de handelsoorlog en het in stand houden (en zelfs verhogen) van de importtarieven meer is geworden dan een strategie. Het is de doelstelling geworden, nu blijkt dat de Amerikaanse economie tot nu toe weinig hinder lijkt te ondervinden van de tarievenoorlog die in juli 2018 werd opgestart. De verhoogde importtaksen worden immers deels geneutraliseerd door een lagere wisselkoers van de yuan, gesubstitueerd door invoer uit andere lageloonlanden en geabsorbeerd door de vele schakels tussen de productie in China en de uiteindelijke consumptie in de VS. De inflatie blijft daarom, zoals we u destijds voorspelden, erg laag en de Amerikaanse interne groei is nog voldoende sterk om bijkomende banen te blijven creëren.

Hoe lang nog is echter een open vraag. Met een substantiële daling van de Amerikaanse beleidsrente met 50 basispunten, trachtte president Trump deze situatie te bestendigen. De timing van zijn voor de beurzen potentieel zeer schadelijke tweet over verdere verhogingen van de importtarieven, daags na de aankondiging van de daling van de Amerikaanse beleidsrente, lag dus allang vast. Het is nu voor iedereen duidelijk dat de nieuwste ronde in de onderhandelingen met China slechts een schijnvertoning waren.

Hoe moet het nu verder? Hierop valt weinig met (enige vorm van) zekerheid te zeggen, tenzij China plotseling met grote tegemoetkomingen zou komen. De economische situatie bij de rode reus is echter niet dramatisch genoeg om nu al over stag te gaan. Bij een verdere escalatie van het conflict kan de Chinese overheid trouwens haar financiële atoomwapen

inzetten door een substantiële daling van haar munt door te voeren. Het gevaar hiervan is echter oplopende binnenlandse inflatie en dat schrikt de lokale beleidsmensen nog altijd voldoende af.

Misschien heeft ook China momenteel nog het meeste baat bij het voortzetten van het handelsconflict. De uitvoer naar de VS neemt maar weinig af, zodat het handelsoverschot met de VS - tot grote frustratie van de Trump-administratie - alleen nog verder oploopt. China kan verder de patentwetgeving aan zijn laars blijven lappen en heeft nu alle excuses om zijn binnenlandse markten af te sluiten voor buitenlandse bedrijven, die willen meedrijven op de lucratieve golf van de toenemende Chinese consumptie.

Het belangrijkste slachtoffer hiervan lijkt echter Europa te gaan worden. De ECB wil de rente nog verder verlagen maar botst daarbij op verschillende grenzen. De verdere aankoop van overheids- en bedrijfsobligaties in een vernieuwd *Quantitative easing* programma moet eerst worden afgetoetst aan het Duitse grondwettelijke hof en het is maar de vraag of een verdere massale aankoop van obligaties de economie kan stimuleren.

Verdere dalingen van de beleidsrente zouden anderzijds de rentabiliteit van de Europese banken verder aantasten. Hierdoor zal ook de solvabiliteit van de Europese banken terug in vraag worden gesteld. Allemaal oplosbare problemen die echter om een politieke consensus vragen en laat het bereiken daarvan nu precies de achillespees van de Europese constructie zijn. Daarenboven stelt zich hierbij ook de vraag naar de gewenste timing van dergelijke monetaire ingrepen. Houdt de ECB liever het kruit droog dat haar nog rest? Bij een harde brexit kan een dergelijke stimulans wellicht nuttiger worden aangewend dan nu het geval is.

Wordt vervolgd.

Ongetwijfeld wachten de financiële markten enkele turbulente dagen. Maar de gestegen kans op verdere verlagingen van de rentevoeten zullen een geleidelijk herstel inluiden, terwijl de wereldeconomie zich, met enige tegenzin, zal aanpassen aan de nieuwe situatie. De huidige risicopremies op de aandelenmarkten zijn voldoende hoog om het schommelingsrisico op termijn te compenseren. Vandaar dat wij onze asset-allocatie wat betreft de aandelencomponent (ongeveer) op 60 % houden voor de neutrale portefeuille en de obligatiecomponent enkel afbouwen wanneer de lopende rendementen negatief worden. Dit gebeurt meestal door een verlenging van de looptijd.

Dit is al bij al een (stevige) test voor uw geduld als belegger. Blijf lachen. U wordt gefilmd.