

Een spook waart door Europa. Het spook van een recessie.

Tot nu toe weliswaar beperkt tot de industriële sectoren maar het geheel van economische indicatoren laat een onfris gevoel achter. Ondanks de doorgedreven inspanningen van de ECB, met een extreem lage rente en massale liquiditeitsinjecties in het financiële systeem, weet de economie in de eurozone zich niet uit het zompige moeras te trekken waarin het zich sedert 2009 bevindt.

Uitvluchten voor dit politiek-economische debacle zijn er bij overvloed, onder meer dit: in tegenstelling tot de VS en China belandde onze muntzone in 2011 in een diepe existentiële crisis waarin de eeuwenoude tegenstellingen tussen de lidstaten opnieuw vrij spel kregen en de collectieve besluitvorming verlamden, waardoor de nodige beleidsmaatregelen uitbleven. Het belangrijkste gevolg hiervan was dat het beleid in de eurozone krampachtig werd afgestemd op budgettaire evenwichten op een moment dat het opvoeren van overheidsinvesteringen een betere optie was geweest.

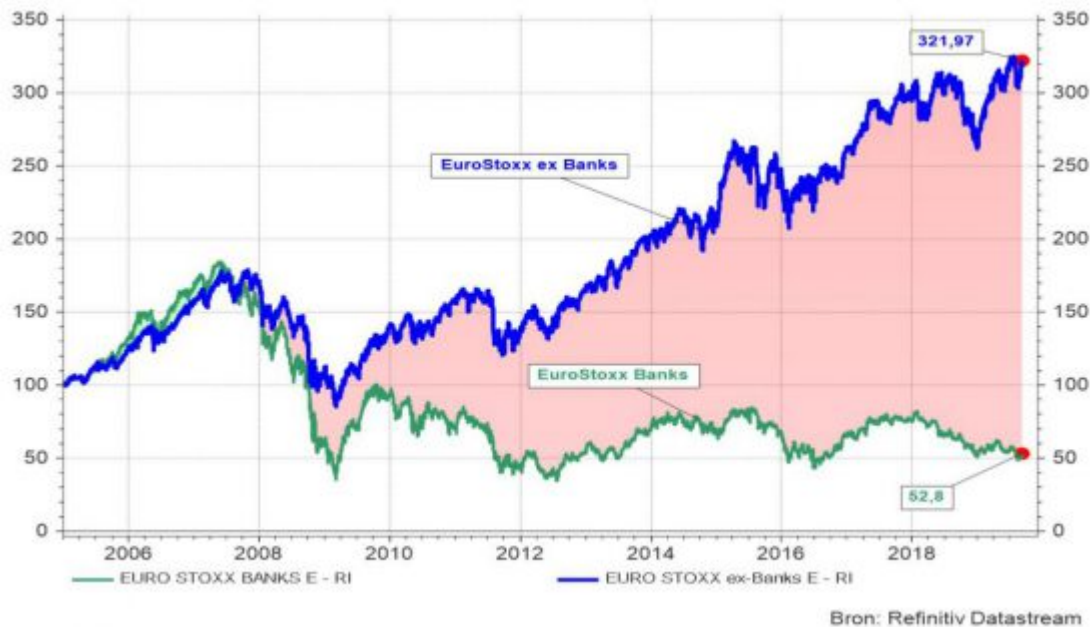
Maar dit is niet onbegrijpelijk want in het verleden werd de vrijheidsgraad van een soepeler budgettair beleid grondig misbruikt door excessieve en ondoelmatige uitgaven die vooral ten goede kwamen aan de eigen politieke achterban. Een ommezwaai in het strenge Europese begrotingsbeleid is momenteel niet geloofwaardig, tenzij de geplande investeringsuitgaven grondig onderbouwd worden, met Duitsland als voortrekker van een dergelijk beleid. Daarom is de diepe terugval in het activiteitsniveau van de Duitse industrie misschien wel de zilveren rand aan de donkere wolken die zich boven het Europese Avondland opstapelen.

De beleidsopties in Euroland zijn daarom beperkt. De begrotingsdiscipline en bancaire reglementering vernauwen het beleidsinstrumentarium tot de monetaire stimuli van de ECB. Geen mens die er daarom aan twijfelt dat de ECB haar depositorente nog verder zal laten dalen, maar er heerst grote scepsis of het verder zetten van deze politiek nog enig nut kan hebben. Zonder begeleidende maatregelen zal een verdere verlaging van de depositorente zelfs meer negatieve dan positieve gevolgen hebben.

Door alle gewicht op de schouders van de ECB te plaatsen en zijn eigen negatieve impact op de Europese economie te negeren, heeft de bancaire regelgever onrechtstreeks de Europese banksector eerder verzwakt dan versterkt. De negatieve depositorente begint immers zwaar door te wegen op de bancaire rendabiliteit waardoor de verdere opbouw van kapitaalreserves wordt gehinderd. Vandaar dat er begeleidende maatregelen nodig zijn indien de depositorente verder wordt verlaagd. Maar voor dit probleem bestaan er (minstens) een dozijn oplossingen: het systematisch en doelgericht opkopen van bancaire obligaties, een uitzondering van de toepassing van de negatieve ECB-rente voor het gedeelte cash dat banken aanhouden dat via spaarrekeningen van particulieren wordt aangetrokken of een *multiple* toepassen op de monetaire reserves, of ...

In het vooruitzicht van dergelijke maatregelen zijn de Europese bank aandelen recent dan ook licht opgeveerd in vergelijking met niet-bancaire aandelen. Wij blijven echter verder volharden in een beleggingspolitiek die opvalt door onze volstrekte afwezigheid in de Europese banksector. De prestatie van Europese bankwaarden ten opzichte van een (return)index van niet-financiële aandelen neemt intussen draconische proporties aan. Zelfs al nemen we de boerenjaren 2005 en 2006 mee op in de vergelijking, dan nog verbleekt de koersevolutie van Europese banken.

Grafiek 1: Evolutie van de Europese niet-bancaire en bancaire returnindex sedert 01.01.2005



Vergeleken met het niveau van 1 januari 2005 klokt de niet-bancaire index nu af op een winst van 222 %. De banken verloren echter gemiddeld 47 %, ondanks een beleid dat zeer sterk in hun voordeel werd gemodelleerd. 269 % verschil ...

Toch betekent dit niet dat wij afwezig blijven uit de financiële sector. We leggen ons echter toe op de toeleveranciers [ii](#) die garen spinnen bij de vloedgolf aan nieuw opgelegde reglementering en de evidente noodzaak aan beveiliging. Dit leidt tot frappante koersverschillen tussen deze *New Finance* waarden en de traditionele bankaandelen.

Grafiek 2: Evolutie van *New Finance* waarden ten opzichte van traditionele bancaire waarden



Laat u als belegger echter niet te snel uit uw lood slaan door de recente, sombere lezing van de Europese

conjunctuurindicatoren. De lage rente kan veel van het huidige slechte nieuws neutraliseren. We bemerken intussen ook de eerste tekenen van uitbodeming, terwijl de malaise zich vooral toespitst op de industriële sectoren en de dienstensectoren tot nu toe in mindere mate treft.

Hierdoor wordt het wel en wee in Europa onrechtstreeks in belangrijke mate bepaald door de uitkomst van het Chinees-Amerikaanse handelsconflict. Maar ook hier plaatst de eurozone zich al te gemakkelijk in een slachtofferrol. Het dispuut creëert ook belangrijke opportuniteiten voor Europese exporteurs. China is immers nu al de grootste handelspartner van Duitsland. Het huidige conflict van de Grote Rode Reus met de VS, kan de banden met andere, Europese handelspartners aanhalen. Maar dit maakt Europa sterk afhankelijk van de Chinese economische groei die sterk onder druk staat van het handelsconflict en de transformatie die China zal moeten doormaken om zijn economie te wapenen tegen de toekomstige demografische uitdagingen die het te wachten staan.

Na de kinderachtig overdreven reactie in augustus zijn de financiële markten intussen terug wat op adem gekomen. Onder meer omdat nieuwe besprekingen tussen de VS en China (ergens in oktober) in het vooruitzicht worden gesteld. Deze keer worden deze onderhandelingen met realistische verwachtingen onderbouwd.

China weet zich intussen sterk omdat de wisselkoers van de yuan efficiënt als wapen kan worden ingezet en daarbij over veel meer vrijheidsgraden beschikt dan de VS. Maar de Chinese onderhandelaars moeten stilaan toch beginnen vrezen voor onredelijk harde sancties wanneer Trump opnieuw verkozen zou worden. Beter nu een deal slaan.

De Amerikaanse president heeft anderzijds wellicht ingezien dat zijn tariefopbod langzaam maar zeker in zijn specifieke nadeel speelt. De negatieve gevolgen zijn immers vooral voelbaar in de Amerikaanse landbouw en in de industriële sectoren. Precies daar waar de ruggengraat wordt gevormd van zijn electoraat. Vermits een recessie zowat het enige is wat hem van een herverkiezing in 2020 kan houden, zal Trump steeds alerter worden voor alle indicatoren die op een verdere verzwakking van de Amerikaanse economie wijzen.

Intussen kampen we al met twee signalen die in het verleden meermaals een recessie hebben aangekondigd. Het renteverskil tussen overheidsobligaties op 10 jaar en 1 jaar blijft negatief, maar om meer zekerheid te hebben omtrent de kracht van dit signaal moet het renteverskil gedurende langere tijd negatief blijven. Vermits de financiële markten nog een dubbele renteknip van 25 basispunten verwachten in 2019, zal de rentecurve wellicht binnen afzienbare tijd terug positieve regionen opzoeken.

Maar erg opvallend: de laatste dagen zijn de kansen op een rentedaling door de Fed gevoelig afgenomen. Er is nu nog 'slechts' 90 % zekerheid over een verlaging met 0,25 % op 18 september. Eerder werd dit aanzien als een certitude.

De daaropvolgende daling, die tot voor enkele dagen nog met grote waarschijnlijkheid in oktober werd voorzien, is nu verplaatst naar december (met een kans van 76 %). Hoogst merkwaardig want de meest gevolgde conjunctuurindicator (ISM-industrie) gaf dinsdag nog een verontrustend signaal over de activiteitsgraad van de Amerikaanse industrie. De cijfers nadien nuanceerden dit beeld echter en men gaat ervan uit dat de kans groter is geworden dat het handelsconflict met China kan gestabiliseerd worden.

Intussen evolueert het brexitdossier van kwaad naar erger of beter gezegd van bizar naar kolderiek, alsof het een aflevering van *Fawlty Towers* betrof. En dat in het land van de Magna Carta ...

Dit spektakel geeft inzicht hoe in het verleden burgeroorlogen ontstonden als enige oplossing voor een onoplosbaar dispuut.

Denk echter niet te snel dat warrige Boris zich, na een reeks smadelijke nederlagen, snel gewonnen geeft. Integendeel: het brengt hem alleen nog korter bij zijn idool, die zich bewust isoleerde en dan roekeloze risico's nam. Churchill was dan ook een brokkenpiloot van de ergste soort, tot op 10 mei 1940 precies een dergelijk profiel nodig was. De populariteit van Johnson zal hierdoor nog toenemen.

Blijven kijken, wij gaan u het slot nog niet verklappen.



Beleggers aller landen, verenigt u! (2.0)

[1] Dit in navolging van de succesrijke strategie van lepe zakenlui die kruiwagens, muilezels, houwelen en oppervlakkig vertier aanboden aan de goudzoekers tijdens de goudkoorts van 1849. Raden wie het meeste verdiend heeft?