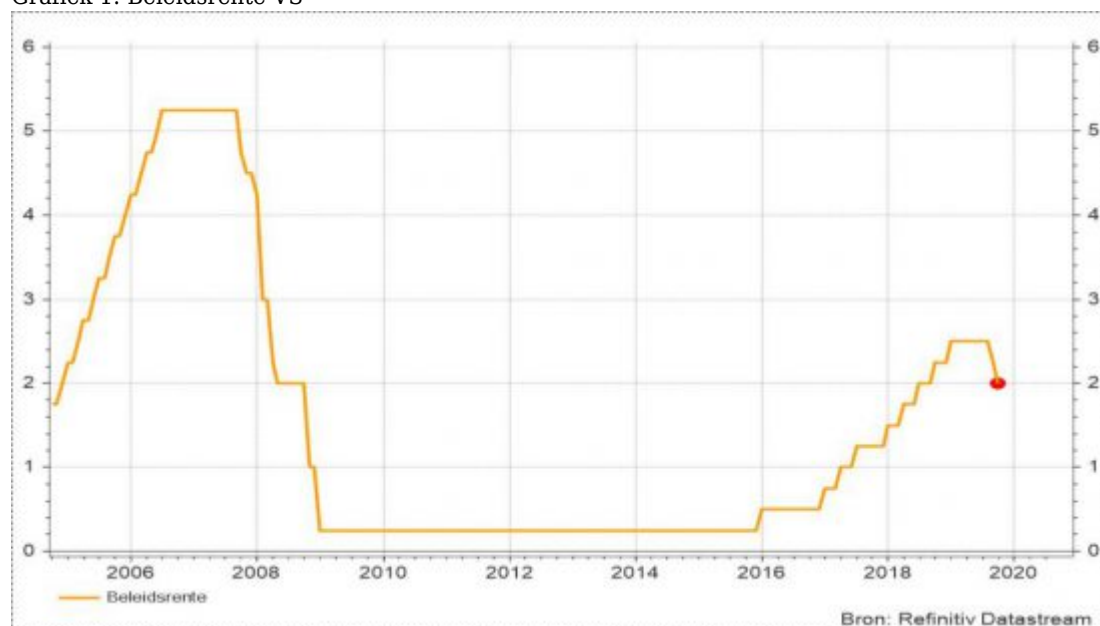


Enige amateuristische kennis van middeleeuwse spreuken, doorspekt met speculaties over sporadisch opgepikte volkswijsheden op zijn Italiëreis en een flinke dosis verbeelding volstaan om de verborgen boodschap achter de schilderwerken van Bruegel de Oude te doorgronden.

Deze techniek komt ons steeds goed van pas bij de interpretatie van het officiële communiqué dat de Amerikaanse centrale bank traditioneel de wereld instuurt na de afloop haar zes wekelijkse vergadering. Dit geldt in bijzondere mate wanneer het FOMC, zoals nu, net voordien de beleidsrente met 25 basispunten heeft bijgeknipt.

Grafiek 1: Beleidsrente VS



Wat er precies geschreven staat, is hierbij van weinig belang, maar wat er tussen de regels staat, is dat des te meer. Dat wat er *niet* tussen geschreven staat, is nog belangrijker. Dit biedt natuurlijk veel ruimte voor interpretatie en levert veel vrijheidsgraden om uit de commentaar van de Fed een toekomstscenario af te leiden. Vandaar de grote verschillen tussen analisten, zeker wanneer ook binnen de Fed erg divergerende meningen blijken te bestaan.

Boeren Bruegel was in zijn tijd bevreesd voor de Spaanse inquisitie en kleurde daarom zijn onderliggende boodschap met de nodige dubbelzinnigheid. De Amerikaanse centrale bank is momenteel al even beducht om zich vast te pinnen op om het even welk toekomstscenario dat feiten als uitgangspunt neemt, die later moeten worden tegengesproken. Dit ondermijnt immers de geloofwaardigheid van het monetaire beleid, wat op zijn beurt leidt tot hogere langetermijnrentetarieven waardoor de economische groei onnodig wordt afgeremd.

Na het draconische mistasten van haar voorzitter in september 2018 kan de Amerikaanse centrale bank zich geen tweede blooper op korte tijd permitteren. Zeker niet nadat vorige Fed-gouverneurs zoals Bernanke in 2015 en Greenspan in 2007 de bal al bijzonder lelijk missloegen. Eerstgenoemde joeg de obligatierente zinloos de hoogte in met ongefundeerde uitspraken over de inflatie in de VS, terwijl de iconische Greenspan dan weer onbegrijpelijk laat reageerde op de snel stijgende lonen en hierdoor mee aan de grondslag lag van de schulden crisis die volgde.

We hebben Jay Powell zijn dwaalleer duidelijk nog niet vergeven. Enerzijds omdat hierdoor de wereldbeurzen met massale, onnodige verliezen werden opgezadeld. Anderzijds om hij teveel vasthield aan verouderde economische patronen en zich baseerde op vertekende statistieken [\[1\]](#). Zijn legendarisch onhandige uitspraken tijdens interviews waren koren op de molen van zijn tegenstanders waarvan de bekendste huishoudt in het Witte Huis.

Na de algemeen geanticiperde rentedaling van 18 september liet Fed-voorzitter Powell zich alvast niet meer betrappen op

onhandige [\[ii\]](#), geïmproviseerde uitspraken waarmee hij zich in het verleden telkens weer klemzette. [\[iii\]](#)

Deze keer bleek Powell echter uitstekend voorbereid te zijn met vooraf opgestelde antwoorden - netjes uitgetikt- op geanticiperde vragen, zodat niets meer aan de inspiratie of improvisatie van de Fed-voorzitter werd overgelaten.

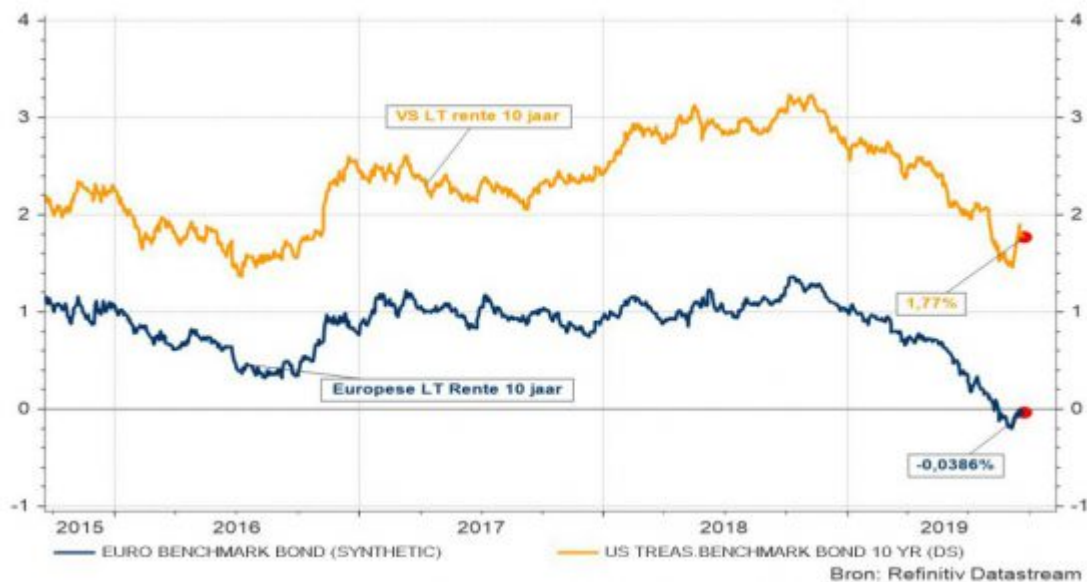
Wat stond er dan tussen regels van de officiële Fed-verklaring? Weinig verrassends. Wat warm en koud blazen over de algemene economische toestand met een robuuste Amerikaanse economie en wegebbende wereldeconomie, zodat per saldo een beperkte daling aangewezen is.

De stemming verliep 7 tegen 3, waarbij 2 Fed-leden een daling niet nodig achtten en 1 die aandrang op een meer drastische knip van een half procent. Naar de normen van de centrale bank duidt dit op een vrij grote interne onenigheid, wat zich vertaalt in een onzeker toekomstscenario.

Daarom moeten we ook de nodige aandacht geven aan wat er *niet* tussen de regels wordt gesuggereerd. Tot voor enkele weken was er immers een grote overtuiging dat zowel in september als in oktober én in januari de rente met telkens 0,25 % zou worden verlaagd. Dit toekomstbeeld is nu echter drastisch gewijzigd in heel misschien eentje in december (of meer waarschijnlijk januari 2020) en in de daarna voorzienbare periode niets meer. Wij kunnen ons alleszins vinden in dit meer realistische toekomstbeeld. De Amerikaanse economie draait immers nog altijd behoorlijk goed.

Intussen is ook de langetermijnrente enigszins genormaliseerd. Zowel in de eurozone als in de VS waren de rentevoeten op 10 jaar immers te diep teruggevallen, zelfs nog lager dan ons bijzonder negatieve toekomstbeeld voor de lange rente in de VS en in vooral de eurozone en Japan.

Grafiek 2: Amerikaanse en gemiddelde rente in de eurozone op overheidsobligaties (10 jaar)



Op dit niveau zijn de rentetarieven op langetermijnplaatsingen (voorlopig) te laag en beperken we onze allocatie naar obligaties.

In de komende dagen zal de aandacht verschuiven naar de nieuwe onderhandelingsronde van de handelsgesprekken tussen de VS en China. Deze keer is de situatie echter wat gevaarlijker geworden omdat er nu wordt uitgegaan van het effectief bereiken van een deelopereenkomst, vooral wat betreft landbouwproducten. De negatieve reactie bij een ontgoochelend resultaat kan daarom substantiëler zijn. Ook wij zijn wat optimistischer geworden.

De voorafgaande tekenen zijn alleszins meer hoopgevend. De wisselkoers yuan/ US \$ is intussen gestabiliseerd en er waren in de voorbije weken symbolische toegevingen van beide partijen. Het zwaartepunt bij deze onderhandelingsronde ligt op de onderlinge handel in landbouwproducten.

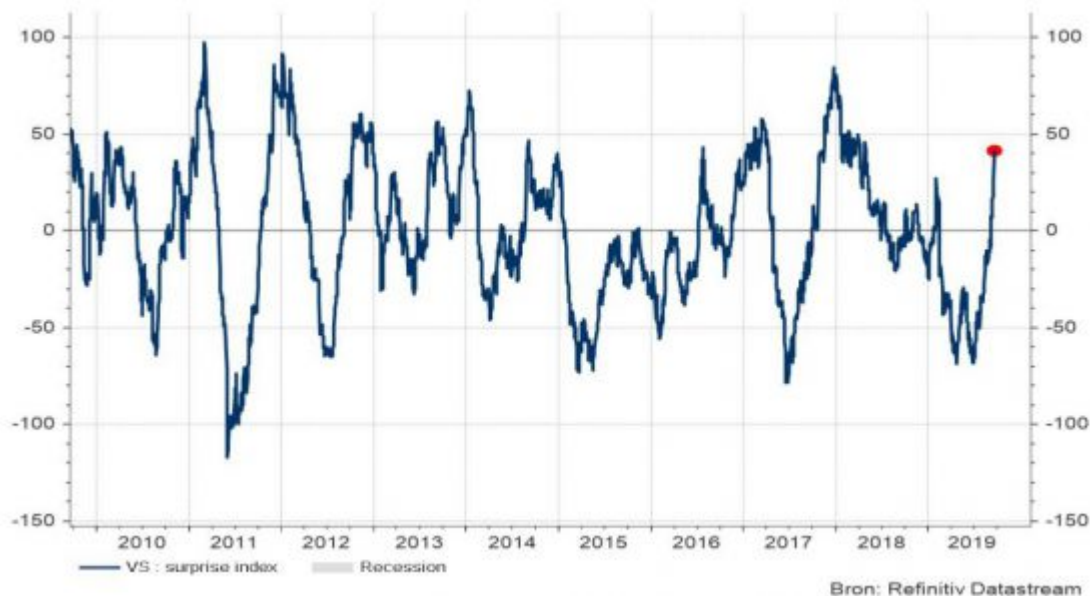
Voor president Trump is dit erg belangrijk. Zijn kiezerspubliek pivoteert in de landbouwstaten die een disproportioneel aantal kiesmannen kunnen afleveren. Hierdoor werd Clinton [\[iv\]](#) uiteindelijk verslagen ondanks het feit dat ze substantieel meer stemmen had gehaald. Deze anomalie in het kiessysteem kan opnieuw van cruciaal belang zijn bij de stembusgang van 2020.

De bevolking van deze staten is momenteel echter zeer ontevreden met de huidige gang van zaken waarbij de lokale boeren met grote overschotten aan soja, maïs en tarwe blijven zitten en het moeten stellen met vernederende staatssubsidies. China kampt anderzijds met stijgende voedselprijzen en moet met verregaande monetaire stimuli haar economie van een verdere terugval behoeden. De recente verlagingen van de reserveratio's van de banken volstaat duidelijk niet. Ook in China zet de verhoogde liquiditeit zich (nog) niet om in kredietvorming, net zoals in Europa.

De belangen van beide partijen zijn - wat dit aspect betreft - gelijklopend. Vandaar dat de kans op de realisatie van een gedeeltelijk akkoord als realistisch wordt ingeschat. Of anders gesteld: als het deze keer niet lukt, dan moet alle hoop op een akkoord over veel moeilijker onderwerpen zoals technologie en schendingen van het patentrecht meteen worden opgeborgen ...

Tot nu toe leek enkel een economische recessie de zittende Amerikaanse president van een verkiezingsoverwinning in 2012 te kunnen houden. De kans op een veralgemeende stilstand in de Amerikaanse economie is echter niet zo groot. De dienstensector draait nog altijd op volle toeren en de meeste economische indicatoren verrassen in positieve zin.

Grafiek 3: Verrassingsindex Amerikaanse economie



*(Een lezing boven de nullijn betekent dat de gepubliceerde indicatoren beter zijn dan verwacht.)*

Enkel een verregaande escalatie van het handelsconflict en de dreiging van een gewapend conflict met Iran [\[v\]](#) kunnen de economie in de VS tot stilstand brengen.

Wellicht is het goed dat de tegenstand aan democratische zijde nu wat concretere vormen begint aan te nemen en de uiteindelijke presidentsnominatie stilaan maar zeker in de richting van de bijzonder kranige en steeds goed voorbereide

Elisabeth Warren [\[vi\]](#) begint te verschuiven, die we instaat achten aan Trump meer tegenstand te bieden dan Joe Biden of Bernie Sanders. Dit moet Trump bewegen tot een meer inschikkelijke houding.

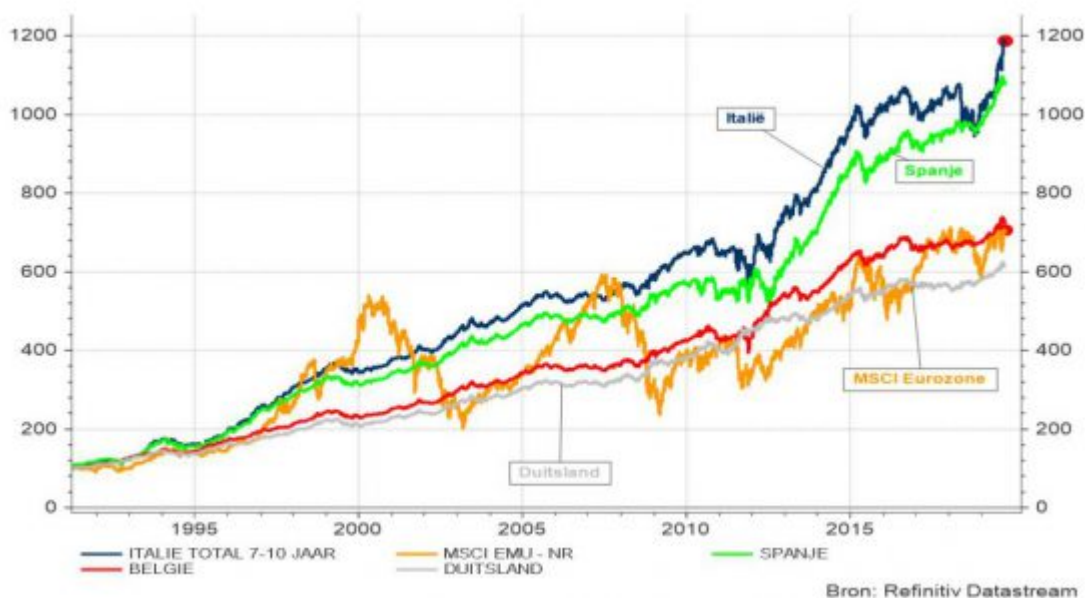
Intussen verteert de economie in de eurozone de laatste, eerder symbolische, daling van de depositorente van -0,40 % naar -0,50 %. Een pleister op een houten been.

Door de uitzonderingsmaatregelen die werden toegestaan aan de Europese banken zullen die nu nog minder geneigd zijn om kredieten te verstrekken waardoor de monetaire politiek van de ECB zijn grenzen heeft bereikt en weinig of geen impact meer zal hebben. Dat is geen verwijt, integendeel. De centrale bank heeft haar taak op moedige wijze ingevuld maar moest niet alleen vechten tegen de economische teruggang in de eurozone maar ook tegen de bancaire regelgever en de overheden die zich schaarden achter maatregelen die de vorige economische en financiële crisis (misschien?) hadden kunnen voorkomen maar hiermee alleen de volgende inzinking hebben veroorzaakt.

*Shame on you.* Dat laatste hoorde we recent ook in het Britse parlement. Opvallend: naarmate de kans op het bereiken van een deal tegen 31 oktober toeneemt, daalt de Britse beurs. Dit duidt erop dat men een scenario van verder uitstel (en afstel) verregaand preferereert.

De Europese aandelenbeurzen op zich blijven zeer afhankelijk van de extreem lage rente om hun niveau te ondersteunen. Niets nieuws onder de zon. Bij een vergelijking van de evolutie van de aandelenindex van de eurozone sedert 1991 valt het op dat Italiaanse en Spaanse overheidsobligaties het veel beter hebben gedaan. Ontluisterend en erg illustratief voor de anemische economische groei in de eurozone. Enkel de rentedalingen drijven de Europese beurzen hoger. De groei van de bedrijfsresultaten was te bescheiden om een bijdrage van enig belang te leveren.

Grafiek 4: Evolutie van de aandelenindex van de eurozone, Spaanse, Italiaanse, Belgische en Duitse overheidsobligaties (looptijd tussen 7 en 10 jaar)



Bij de invulling van onze asset-allocation gaan we ervan uit dat de rentedalingen meer dan compenserend werken in vergelijking met de terugval van de economische groei. De risicopremies vormen een voldoende stevige buffer voor de voorzienbare schommelingen op de financiële markten, zodat we de allocatie in de richting van aandelen licht hebben verhoogd, met een blijvend accent in de VS maar met toenemende aandacht voor nutsbedrijven, groene energie en toeleveranciers aan de financiële sector. Aan obligatiezijde houden we ons bijzonder gedeisd en breiden we enkel onze posities uit in Italiaanse overheidsobligaties en enkele weloverwogen keuzes van bedrijfsobligaties in de VS en Europa.

**[i]** Een notoir voorbeeld hiervan zijn de statistieken over nieuw gecreëerde jobs. Een geliefkoosd onderwerp voor politici aan de macht, want wat is een nieuwe job en wat is een vroegere job die vacant geworden was. Deze grijze zone wordt graag misbruikt. Recent werd berekend dat de banencreatie (bewust) sterk was overschat in de VS. Powell trapte er echter met beide voeten in.

**[ii]** Het leverde de Fed-voorzitter een bedenkelijke bijnaam op: *Inspector Clouseau*

**[iii]** *Paint yourself into a corner*, heet dat dan. Bij de vorige rentedaling in augustus verwees hij bij een uitweiding naar de situatie in 1996. Dit betekende ofwel dat hij verwachtte dat de economie zeer krachtig zou herstellen ofwel dat hij drie rentedalingen voorzag. In beide gevallen pinde hij zich vast op een scenario, dat weinig realistisch was.

**[iv]** De veelgehoorde opmerking dat de voorafgaande peilingen aan de verkiezingen van 2016 onjuist waren, is vandaar volkomen onterecht. De stemmen waren juist voorspeld maar de verdeling ervan was onvoorspelbaar door de vreemde verdeling van kiesmannen over de diverse staten, die niet in verhouding staat met het aantal inwoners.

**[v]** Een goede raad aan de VS: blijf daar weg, indien mogelijk. Ik heb er wat rondgeslenterd. Iran is een groot land met een zeer grote jonge bevolking die voor het overige weinig om handen heeft. Een buitenlandse vijand vormt een welkom geschenk.

**[vi]** In 1949 geboren als Elisabeth Ann Herring. Maar dat leek haar geen goede naam voor een toekomstig president. Warren is de naam van haar eerste echtgenoot. Alle bewondering overigens voor haar academische loopbaan als één van de meest geciteerde juristen van de VS.