

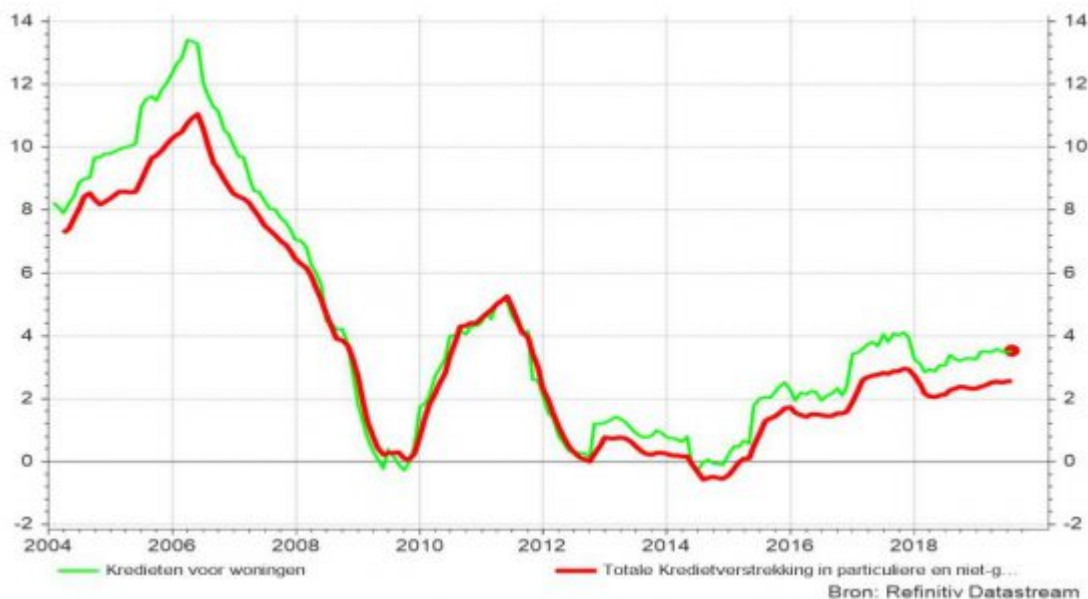
Stelt u het zich even voor: bij de ochtendlijke aanblik in de spiegel bemerkt u een pukkel op uw neus. Gelet op de meer dan behoorlijke proportie en de alarmerende kleur hiervan, haast u zich enigszins ongerust naar uw huisarts. Gewapend met haar geruststellend advies en een voorschrift voor het geschikte medicijn, valt de rest van de ochtend toch nog in zijn plooi. Eén pimpelpaarse pil per dag zal de klus wel klaren.

Uw vertrouwen krijgt de volgende morgen echter een flinke knauw bij de vaststelling dat de puisten nu uw ganse gezicht bedekken. In paniek wendt u zich opnieuw tot uw vertrouwde medicus, die na grondig onderzoek beslist om de dosering op te voeren tot 3 per dag.

Bij het daaropvolgende ochtendgloren slaat de schrik pas echt toe wanneer blijkt dat de puistenmassa zich over uw volledige lijf en leden heeft verspreid. Na verdere analyse en overleg met diverse specialisten krijgt u het advies de dosis te verdubbelen tot 6 stuks per dag, waarbij u tevens wordt opgedragen intussen niet te wankelen in uw geloof in de adequaatheid van het advies en de effectiviteit van het geneesmiddel ...

Mario Draghi betoonde donderdag opnieuw de nodige moed - wat zullen we hem binnenkort gaan missen - om de beleidsrente verder te laten dalen en een nieuw QE-programma [\[1\]](#) in te voeren. Meer van hetzelfde medicijn dat in het verleden (nog?) niet het gewenste resultaat opleverde. De doelstelling was immers om bedrijven op basis van de extreem lage rentetarieven te motiveren om meer kredieten op te nemen en te investeren in langetermijnprojecten. De vastgestelde groeicijfers vallen echter bijzonder bleek uit, zeker in vergelijking met de massale geldinjecties van de ECB.

Grafiek 1: Groeiritme van kredieten in de eurozone



De recente daling van de depositorente met 10 basispunten gaat daarenboven gepaard met een relatief ruime uitzondering voor banken. Hierdoor wordt de negatieve bijwerking van het penaliserende tarief op de rendabiliteit van banken gecompenseerd maar wordt tegelijk de maatregel sterk afgezwakt. De banken zullen hierdoor immers minder druk ondervinden om de middelen die de ECB ter beschikking stelt, effectief om te zetten in goedkope kredieten aan KMO's. Meer nog: de verdere afbouw van kredieten is nu de meest voor de hand liggende methode om aan de nieuwe bankreglementering te voldoen.

Gelet op dergelijke averechtse effecten, verwacht geen zinnig mens dat deze bijkomende knip in de beleidsrente of de herintroductie van het QE-programma enig soelaas zal bieden voor de anemische Europese economie.

Maar baat het niet, dan schaadt het niet. Het is in ieder geval beter deze maatregelen nu af te kondigen dan de financiële

markten, die een verdere stimulans van de ECB al ruimschoots ingerekend hadden, te ontgoochelen en hierdoor onnodig scherpe dalingen uit te lokken op de aandelen- en obligatiemarkten.

Maar zoals de aartsvader van de economen, J.M. Keynes, bijna een eeuw geleden al had opgemerkt: het volstaat niet om het paard naar het water te brengen. Als het paard niet wil drinken, dan ben je nog geen stap verder bij de reddingsactie. Alle goede bedoelingen ten spijt.

De ECB-voorzitter heeft vandaar overschot van gelijk te verwijzen naar de verpletterende verantwoordelijkheid van de overheden, die halsstarrig blijven weigeren om via extra bestedingen de investeringsmotor in de Europese lidstaten op gang te trekken. Hun terughoudendheid is echter begrijpelijk en vooral terug te voeren tot de nefaste ervaringen met een dergelijke bestedingspolitiek in de jaren '70 en '80 en meest van al nog met de legendarische spilzucht van landen als Griekenland, Italië, Spanje en Portugal na de invoering van de euro.

Maar de Europese beleidswaarnemers moeten dringen hun wantrouwen overstijgen in plaats van de onderlinge karikaturen te cultiveren voor hun eigen profilering en electoraal gebruik in het thuisland. Het blijft wraakroepend dat overheden tegen een negatieve rentevoet kunnen ontlenen (waardoor de rentebetalingen het begrotingstekort doen afnemen) en dit slechts in zeer beperkte mate doen. Precies hierdoor kan de eurozone er (eindelijk) werk van maken om de opgelopen achterstand met de VS en China om te buigen in een voorsprong door te investeren in doorgedreven opleidingen in technologie, in innovatieve automatisatie (het demografische verval in Europa verplicht ons hiertoe), 5G, biotech, ...

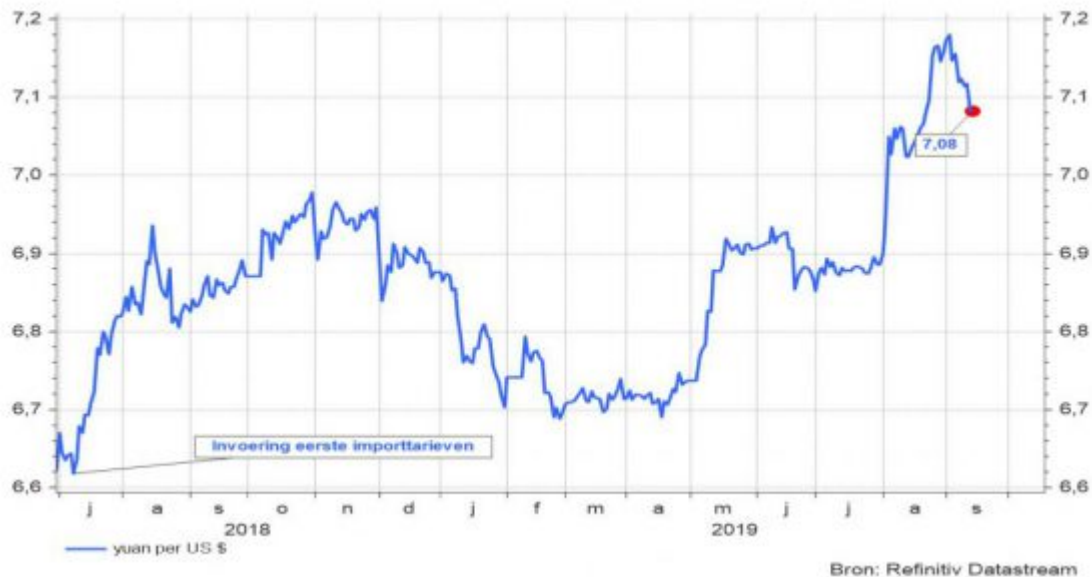
Dat het schuldniveau hierdoor (wat) toeneemt, is geen argument om deze investeringen uit (of af) te stellen. Bij een verdere terugval van de economische groei in de eurozone zal de schuld/ bbbp-ratio immers zeker ook verslechteren, zonder dat er opportuniteiten worden gecreëerd.

Daarom wordt er verwacht dat de Europese overheden toch enigszins willen tegemoetkomen aan de (vaak herhaalde) oproep van Draghi om zo de economische groei te stimuleren. Wellicht is dit de reden waarom de Europese langetermijnrente licht stijgt en (vreemd genoeg, na een rentedaling) de euro aansterkt ten opzichte van de US-dollar.

Dit laatste kan echter ook te maken hebben met de algemeen verwachte rentedaling door de Fed op 18 september en naar waarschijnlijkheid ook met de ontgoochende relaties tussen de VS en China die recent een aantal symbolische importtarieven uitstelden, maar het pistool op mekaar's hoofd gericht blijven houden.

Het meest hoopgevende signaal dat kan wijzen op een positieve wending in dit al te lang aanslepende conflict, is de stabilisatie en intussen zelfs stijging van de wisselkoers van de yuan ten opzichte van de US-dollar en dit ondanks de recente daling van de bancaire reserve-ratio's in China. Hiermee wordt een dubbel signaal gegeven: enerzijds verwijst dit naar een constructieve houding maar anderzijds geeft de Chinese overheid ook aan dat ze er niet van terugdeinst om de eigen economie doortastend te stimuleren en geeft ze aan dat ze desnoods volledig op eigen kracht verder kan, als dit echt moet.

Grafiek 2: Wisselkoers van de yuan ten opzichte van de US dollar



President Trump weet intussen maar al te goed dat een recessie zijn kansen op een verkiezing zou hypothekeren, zodat hij het robbertje vechten met China best kan uitstellen tot na de verkiezingen van november 2020. Na het nieuws dat John ‘gunslinger’ Bolton ondertussen weg is uit het Witte Huis, slaakten we overigens een hoorbare zucht van opluchting.

De allocatie naar aandelen in onze portefeuilles werd recent licht opgetrokken tot 60 % in de neutrale Portfolio. Obligaties met negatieve rente worden stelselmatig verwijderd uit de portefeuille waarbij enkel de positie in Italiaanse obligaties licht wordt verlengd, onder meer ten koste van andere Zuid-Europese landen.

Ondanks de recente bewegingen blijft het dollargewicht overwogen omwille van het rentevoordeel dat is verbonden aan beleggingen in US dollar, maar we zien geen directe reden meer voor een substantiële stijging van de wisselkoers van de dollar ten opzichte van de euro. Dit in tegenstelling tot de afgelopen maanden, waar de Amerikaanse munt duidelijk ondergewaardeerd was ten opzichte van ons waardingsmodel. De effectieve wisselkoers is immers teruggevallen tot de voorspelde modelwaarde.

Grafiek 3: US dollar/euro-wisselkoers in vergelijking met onze modelwaarde



I love it, when a plan comes together...

[\[1\]](#) *Quantitative easing* programma waarbij de ECB obligaties opkoopt op de obligatiemarkten om hierdoor de langetermijnrente kunstmatig laag te houden.