

afzet tegenover de valuta's van de zes belangrijkste handelspartners, daalde met 10 procent.

LASTIG TE VOORSPELLEN

Het is moeilijk om uit te maken in welke mate die hogere activaprijzen nu juist te danken zijn aan QE2 omdat de stimuleringsmaatregelen ingebed zijn in een bredere monetaire politiek. Daarom is het extra lastig om te voorspellen wat het eind van QE2 voor de financiële markten zal betekenen. De logische redenering zou zijn dat ons nu hogere rente-

voeten, lagere aandelenkoersen, goedkopere grondstoffen en een sterkere dollar te wachten staan. Maar is dit wel zo?

Wat rente betreft, moeten we deze vraag alvast negatief beantwoorden. Een eerder experiment met QE door de Bank of Japan leidde daar zelfs tot nog lagere rentes na de afbouw van de monetaire maatregelen. De reden daarvan is dat een lage rente niet vanzelf leidt tot een hogere kredietverlening. Dit kan twee oorzaken hebben. Een eerste is dat de banken te strikte voorwaarden opleggen voor nieuwe kredietverlening. De extra reserves van de centrale bank hebben hun kapitaalbasis versterkt. Door deze reserves niet verder uit te lenen, is er geen gevaar om net als in 2008 met slechte leningen te worden opgescheept. Een andere mogelijkheid is dat er gewoon geen vraag is naar extra leningen. Dit laatste hangt samen met de situatie op de huizenmarkt, die nog steeds niet is opgeklaard. Op korte termijn zal de impact van het eind van QE2 op de rente eerder klein zijn. Het zijn met name de inflatieverwachtingen die zullen bepalen of de rente al dan niet zal toenemen.

Wat de aandelenmarkten betreft, is de toekomst evenmin duidelijk. QE2 heeft de bedrijven in staat gesteld om hun schulden tegen interessantere voorwaarden te herfinancieren. Oude leningen werden doorgerold en het klimaat was ook gunstiger om nieuwe aandelen uit te geven. De bedrijfsbalansen ogen dus gemiddeld gesproken gezonder dan voor de monetaire stimuli. Toch maakte QE2 de aandelenmarkten niet immuun voor slecht nieuws.

Verskillende factoren zetten de aandelenmarkten de voorbije maanden onder



druk. Denk met name aan de naweeën van de nucleaire ramp in Japan en de verslechterende macro-economische indicatoren. In de Verenigde Staten stelde de Fed de groei prognoses voor 2011 en 2012 neerwaarts bij. Voor dit jaar wordt nog op een economische groei van 2,7 tot 2,9 procent gerekend tegenover een eerdere schatting van 3,1 tot 3,3 procent. Voor 2012 bedraagt de schatting 3,3 tot 3,7 procent tegenover 3,5 tot 4,2 procent voorheen. Ook de opkomende markten gaan een afkoelingsperiode tegemoet nadat het voorbije jaar maatregelen werden genomen om de ontsporende inflatie in te dammen. Dit is met name het geval in Brazilië en China. Als ook deze groeimotoren beginnen te sputteren, zal de wereld-economie de komende kwartalen onvermijdelijk een versnelling lager schakelen.

De lagere energieprijzen zijn dan weer goed nieuws voor de economische groei. Ook bij de grondstoffen is de relatie tussen hogere prijzen en QE2 niet eenduidig. De grondstoffenprijzen zaten al voor de start van QE2 in een stijgende trend en kenden al een terugval voor de monetaire steunmaatregelen eindigden. Grondstoffen hebben vaak een eigen dynamiek en specifieke vraag- en aanbodfactoren kunnen soms zwaarder wegen dan de monetaire politiek. Het is dus koffiedik kijken wat de prijsontwikkeling van individuele grondstoffen betreft na QE2. Een uitzondering is goud. Zolang de reële rente (verschil tussen nominale rente en inflatie) negatief is, zal de goudprijs blijven stijgen. Wat alle activa wel gemeen hebben is dat een hogere volatiliteit op korte termijn erg waarschijnlijk is.

RENTE LAAG HOUDEN

De vraag die op de lippen van menig marktwaarnemer brandt, is of er een vervolg komt op QE2. Bij een persconferentie ter gelegenheid van de monetaire vergadering van juni gaf Fed-voorzitter Ben Bernanke alvast te verstaan dat dit niet onmiddellijk het geval zal zijn. Volgens Bernanke zullen de economische indicatoren in de gaten worden gehouden en zal er indien nodig worden ingegrepen. De mogelijkheid van extra stimuli wordt dus ook niet bij voorbaat uitgesloten.

Bovendien is het niet zo dat de effecten van QE2 ineens verdwijnen. De aangekochte activa worden

namelijk niet onmiddellijk terugverkocht. Veruit het meeste schuldpapier blijft in portefeuille en wordt op de aflooptdatum opnieuw geïnvesteerd. In de volledige uitwerking van QE2 zit een vertragingseffect van minstens zes tot twaalf maanden. Ook tussen QE1 en QE2 lag een periode van zeven maanden.

De vraag is echter niet of er extra monetaire maatregelen zullen komen, maar wanneer. Naarmate de inflatieverwachtingen toenemen, is opwaartse druk op de rente onvermijdelijk. De centrale bank zal dus in elk geval iets moeten doen om de rente laag te houden. Dit laatste is gezien de hoge schuldpositie van de federale en de lokale overheden cruciaal.

Waarschijnlijk zal een nieuw stimuluspakket niet langer kwantitatieve versoepeling worden genoemd, maar zal de Fed voor een andere benaming kiezen. Het komt echter steeds neer op het opkopen van activa die niemand anders nog wil (in het geval van rommelactiva bij commerciële banken), of het kunstmatig stimuleren van de vraag naar Amerikaans staatspapier met als enig doel de rente laag te houden. Het is vooral uitkijken naar het bedrag dat deze keer aan de nieuwe maatregelen zal worden besteed. Ook de timing ervan is nog onzeker. De Fed is in theorie politiek onafhankelijk. Toch is het beleid er in de praktijk steeds op gericht om de zittende president herkozen te krijgen. Het heeft er dus alle schijn van dat de Fed de zaken niet al te lang op hun beloop zal mogen laten. QE2 krijgt dus zeker een vervolg, de naam ervan alsook de timing zijn de enige onbekende factoren. ■