

Het hoeft niet altijd helemaal waarheidsgetrouw te zijn. Mark Twain gaf ons hiervoor al de nodige aanwijzingen: “Never let the truth interfere with a good story”.

Of de beroemde woorden Eppur si muove effectief door Galileo Galilei zijn uitgesproken mag dan al sterk betwijfeld worden. Maar ze pasten nu eenmaal zo perfect in de context van het verhaal, dat ze hiermee hun plaats in de geschiedenis voor eeuwig veilig wisten te stellen. De grote Italiaanse astronoom, die begrijpelijkerwijze liever uit de folterkelders van de inquisitie weg wenste te blijven, kon zo de geit en de kool sparen. Hij wist tegelijk het vege lijf te redden en zijn heliocentrische theorie trouw te blijven.

Wij hebben deze woorden dikwijls gemompeld toen de beurzen in januari en februari een meer dan frisse snoekduik maakten en hiermee de doemdenkers vrije baan gaven met hun ontmoedigende analyse. Ze hadden in de voorbije jaren maar al te dikwijls in het zand moeten bijten en maakten nu gretig gebruik van de situatie om u iedere kans te ontzeggen op een potentieel herstel. Maar we hebben niet toegegeven aan hun zwaarmoedige juk en mompelden ongehoord: *Eppur si muove*

De marktdalingen op zich waren niet helemaal onverwacht en deels terecht. Maar al dat beursgeweld oversteeg in ruime mate de orde van grootte van de onderliggende problematiek. De onzekerheid over de economische ontwikkeling van de VS en China (meer bepaald de twee belangrijkste wereldeconomieën) nam echter verder toe met iedere nieuw gepubliceerde statistiek en conjunctuurbarometer en bereikte zijn dieptepunt bij de bekendmaking in februari van respectievelijk de ISM-indicatoren en het Caixin-rapport.

Erg verstarend hierbij was de vaststelling dat - ondanks de verzwakkende Amerikaanse conjunctuur - de salarissen toch aan een versnellend tempo begonnen toe te nemen, in een context van historisch lage werkloosheidscijfers die zich onder de mythische drempel van 5,1 % bevonden. Deze constellatie riep de kwalijke herinnering op aan de situatie in 2004, toen de Fed te lang talmde om de opwaartse loonspiraal af te stoppen en hierdoor de achtervolging op de ontspoorde inflatie moest inzetten waardoor de beleidsrente van 1 % naar 5 % steeg, de economie abrupt werd afgeremd en de huizenmarkt dermate werd afgekoeld dat de banksector in zwaar stormweer belandde.

De analogie werd vervolgens naar een kookpunt gebracht door de aanhoudende daling van de olieprijs waardoor banken die kredieten hadden verstrekt in de energiesector opnieuw ernstige averij dreigden op te lopen. De diepe terugval van de olieprijs werd verkeerdelijk geïnterpreteerd als een verregaand signaal van de nakende instorting van de wereldeconomie. De koersduik van de energieprijzen was echter geen gevolg van de volledige uitval van de vraag maar wel van een bewuste en weloverwogen overproductie door Saudi-Arabië. Deze geopolitieke zet (uitgevoerd in een ware *blitzkrieg*-stijl) moest de schaliegasproducenten in de vernieling jagen en moest Iran (potentieel de 4<sup>de</sup> grootste olieproducent) de pas afsnijden. Schaliegas is immers pas rendabel vanaf (minimum) \$ 50 per vat terwijl Iran (dat jarenlang niet geïnvesteerd heeft in zijn olie-industrie) meer dan \$ 40 nodig blijkt te hebben. De terugval tot \$ 30 à \$ 35 per vat maakt het voor hen onmogelijk om voldoende profijt te halen uit hun nieuw verworven positie op de geopolitieke scène.

Daarenboven had Iran gerekend op een prijs van \$ 70 om zijn begroting in evenwicht te brengen. Het is echter nog te vroeg om ook de positieve impact te zien op het bestedingsgedrag van de gemiddelde Europese en (vooral) Amerikaanse consument. Het verwachte verhoogde uitgavenpatroon zal zich pas manifesteren wanneer de impact van de lagere olieprijs ook merkbaar wordt in het spaarsurplus. Intussen worden vooral de negatieve aspecten in kaart gebracht: wankelende energiebedrijven en kredietverliezen bij banken. Zoals in 2001 of in de jaren '80 toen de lagere olieprijs een kettingreactie veroorzaakte bij falende spaarbanken in de VS. De stabilisatie van de olieprijs duidt erop dat de Saudische oliesjeiks het internationale pokerspel goed weten te beheersen en vooral hun eigen hand niet overspelen.

De meest troeblerende factor in de globale analyse betrof echter de merkwaardige salarisstijgingen in de VS. Bij de bekendmaking van de loonontwikkelingen, begin januari en februari, gingen de markten dan ook in crisismodus. Het doemscenario van versnellende lonen (die stijgingen van de beleidsrente impliceren) tegen een achtergrond van verzwakkende economische groei (die de noodzaak voor rentedalingen uitdrukt) kreeg de bovenhand en verplichtte de aandelenmarkten ertoe om (veel) lagere regionen op te zoeken.

*Eppur si muove ...*

We wezen er onmiddellijk op dat de loonontwikkeling, zoals deze bleek uit het maandelijkse Amerikaanse jobrapport, slechts een anomalie vormde die werd veroorzaakt door het effect van een tweede ronde van salarisverhogingen die refereren aan een voorafgaande periode van hogere economische activiteit, waardoor afgesproken salarisverhogingen met een vertragingseffect zijn terechtgekomen in een periode met een matige tot zwakke conjunctuur.

Maar een dergelijke stelling vraagt om een degelijk bewijs, dat pas kon geleverd worden op basis van het werkgelegenheidsrapport van maart. De gepubliceerde cijfers vormden een gedroomd scenario. Voorafgaandelijk bleek uit de ISM-cijfers dat de Amerikaanse industriële activiteit weliswaar zwak bleef maar haar dieptepunt duidelijk voorbij leek te zijn. Dit terwijl de (te) krachtige dienstensector een lager, meer houdbaar groeipad heeft opgezocht. Geen angst meer voor een verdere terugval van de industrie, geen vrees meer voor een ontsporing in de dienstensector. Tijdelijk, toch niet ...

Grafiek : ISM Amerikaanse Industrie en Dienstensectoren



Bron: Thomson Reuters Datastream

Deze evolutie werd nog kracht bijgezet door een tussentijds rapport over de gunstige ontwikkeling van de werkgelegenheid en vond zijn ultieme bevestiging in de werkloosheidsstatistieken van vrijdag. Hieruit bleek dat er wel degelijk banen werden gecreëerd (maar toch vooral weer in de dienstensector, waar het al drummen is om werknemers te vinden), terwijl het groeiritme van de lonen duidelijk een minder bedreigende dimensie wist aan te nemen en het werkloosheidspercentage stabiliseerde op 4,9 %.

Meer zouden we zelfs aan de Kerstman niet hebben durven vragen. Het is dan ook de vraag waarom de aandelenbeurzen niet (nog) beter hebben gereageerd. Het antwoord is echter snel gevonden. Het is op dit moment niet duidelijk hoe de Fed op haar komende FOMC-meeting van medio maart zal reageren op deze cijfers. Het is immers mogelijk dat ze van deze gelegenheid alsnog gebruik zou maken om de beleidsrente verder op te trekken. Dit is niet zonder risico want een

dergelijke beweging zou immers enerzijds het precaire herstel van de industriële activiteit kunnen afbreken maar zou anderzijds de kritiek op de Amerikaanse centrale bank wegnemen dat ze te lang getalmd heeft om de beleidsrente te verhogen, terwijl ze hiervoor in maart 2016 voldoende ruimte had.

Dansen op een slappe koord. Pas wanneer de beslissing van de Fed gekend is (en overtuigend gecommuniceerd) kunnen de financiële markten een definitieve richting kiezen.

Grafiek : Evolutie wereldbeurzen sinds 01-01-2015 (returnindex in euro)



De eurozone is zondermeer afhankelijk van de beslissing van haar centrale bank. Na haar donderdagse markten zal het moeilijk zijn om de financiële markten niet te ontgoochelen. De verwachtingen omtrent verdere monetaire stimulansen zijn immers bijzonder hoog gespannen. De depositorente moet minstens met 10 basispunten naar beneden worden gedrukt, terwijl ook het *quantitative easing*-programma met 10 miljard euro (per maand!) moet worden verhoogd. Dit brengt het maandelijkse budget voor de systematische terugkoop van obligaties op 70 miljard euro. Dit alles in een poging om de Europese kredietmotor op gang te trekken. Wij vertrouwen erop dat de ECB de situatie voldoende ernstig inschat en de marktverwachtingen kan en zal inlossen maar wachten met het nodige geduld op de bekendmaking van de nieuwe maatregelen.

Grafiek: Beleidsrente in de eurozone

