

Het is voor ons even welletjes geweest. De rally die zich op de Amerikaanse aandelenbeurzen inzette na de overwinning van Trump is duidelijk aan een adempauze toe. Een dergelijke koersopleving dreigt immers snel aan stootkracht te verliezen wanneer ze niet wordt ondersteund door verbeterende conjuncturele vooruitzichten (die zich gemakkelijk laten vertalen in hogere verwachte bedrijfswinsten) of dalende rentetarieven. Aan het eerste is er geen gebrek. De meeste indicatoren wijzen op een breed gedragen economisch herstel. Maar de rentefactor werkt duidelijk tegen.

De hoop op een groeiversnelling van de Amerikaanse industrie dwingt immers ook de langetermijnrente tot hogere niveaus. Volkomen verantwoord overigens, want de Amerikaanse rente op obligaties op lange termijn schurkte al geruime tijd in reële termen tegen de nullijn aan en werd in het recente verleden in nominale termen meegezogen door de Europese rentetarieven, ondanks het substantiële verschil in het groeiritme van beide continenten.

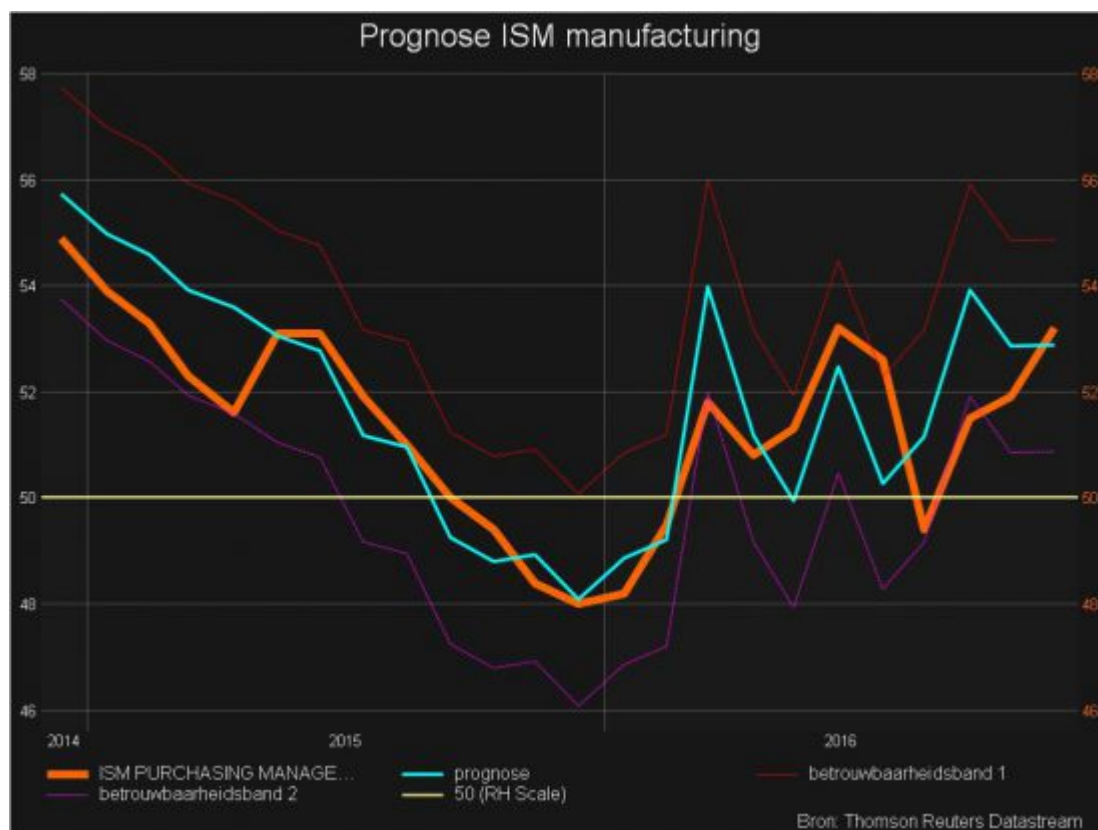
Ondanks de recente opsprong blijft het niveau van de langetermijnrente nauw aansluiting vinden met onze prognose en kunnen we enkel spreken van een normalisatie van de tarieven, zonder meer.

De ontwikkeling van de conjunctuur in de VS vormt echter de aanleiding tot toenemende onzekerheid. Gelet op de hogere energie- en grondstoffenprijzen zou een krachtig herstel van de Amerikaanse economie immers ook de inflatieverwachtingen kunnen aanwakkeren. Aangevuld met de Trumpiaanse plannen om banen te repatriëren en hierdoor nog meer druk te zetten op de arbeidsmarkt in de VS waardoor de lonen opwaarts dreigen te spiraliseren.

Het meest recente ISM-cijfer voor de Amerikaanse industrie lijkt deze evolutie te ondersteunen, terwijl ook de groei van de kleinhandelsverkopen een belangrijke versnelling heeft ingezet. Maar voor goed begrip: Het was eerder de vraag waarom de *retail sales-indicator* al niet veel eerder op mooi weer was gaan wijzen, in het perspectief van de sterk gedaalde olieprijs die toch de koopkracht aanzienlijk verhoogden.

De conjuncturele opleving die uit de (gisteren gepubliceerde) enquête bij de Amerikaanse aankoopdirecteuren (ISM) werd afgenomen moet ook met de nodige statistische nuancering worden geïnterpreteerd. Het voorlaatste cijfer bevond zich immers aan de onderkant van ons betrouwbaarheidsinterval. Het recente cijfer bevindt zich nu pal op onze prognose, wat ook betekent dat de Amerikaanse industrie zich in een gematigd opwaarts kanaal bevindt, wat niet van aard is om noch de inflatie, noch de lonen, noch de langetermijnrente sterk op te jagen.

Grafiek 1: evolutie ISM-indicator en onze prognose



Het banenrapport van 2 december werd echter angstvallig afgewacht. Een verdere krimp van het werkloosheidspercentage (hoe onzuiver ook berekend) en een toename van de loonmassa boven het huidige inflatieniveau zal de onzekerheid tijdelijk laten toenemen, wat evident kan doorwegen op aandelenbeurzen en obligatiekoersen.

Ondanks de terugval van de werkloosheidsgraad tot 4,6% blijkt de groeivoet van de lonen zelfs wat terug te vallen, zodat er geen imminente dreiging uitgaat van deze cijfers. De Fed kan op 14 december rustig de beleidsrente optrekken en terecht claimen dat dit slechts een *preemptive strike* is en geen wanhoopspoging zoals Greenspan in 2005.

Maar wij durven al verder te kijken. De nieuwe aanvragen voor werkloosheidsuitkeringen (jobless claims) nemen (lichtjes) toe terwijl de vacaturegroei in de VS zienderogen afneemt, wat de indicatie inhoudt dat de eventuele spanningen op de arbeidsmarkt van vandaag, morgen weer zullen wegebben. Meer nog, de Amerikaanse werkgelegenheidssituatie kan de komende maanden gerust nog een zetje in de rug verdragen.

Grafiek 2: groei van de vacatures in de VS



Intussen, enkele duizenden kilometers oostwaarts, een oceaan en een zee verder, wordt de bühne opgetimmerd voor het zoveelste politieke drama. Gelet op het manifeste gebrek aan inspiratie dat de meeste Europese politici typeert, wordt voor het scenario ook deze keer uit hetzelfde vaatje getapt. Een referendum, waarbij de eigenlijke vraag tot een karikatuur van zichzelf gesimplificeerd en ondergeschikt wordt gemaakt aan emotionele reacties. Goedkoop vermaak.

Voor een goed begrip, wij zijn eigenlijk voorstander van een 'nee' op de vraag naar institutionele hervorming. Niet omdat we daar tegen zijn, maar wel omdat de huidige politieke en economische situatie nu geen hoodschap heeft aan polarisatie.

Meer nog, een 'ja' zou in de toekomst teveel macht kunnen geven aan populistische 'leiders' die dan drastische beslissingen kunnen afdwingen.

Sterker nog. Bij een meerderheid van het 'nee'-kamp zijn drastische beslissingen als een exit uit de eurozone en dus ook uit de EU (een ware ramp voor Italië) niet realistisch, want de Italiaanse kamer en senaat (met verschillende samenstelling en coalitiemogelijkheden) kunnen onmogelijk op één lijn worden gebracht. Maar goed, bij een meerderheid voor het 'ja'-kamp zal de natuurlijke reactie van de financiële markten onmiddellijk positief zijn, want dat houdt in dat de huidige premier nog wat langer in het zadel mag zitten. Dergelijke stabiliteit wordt op de financiële markten ten zeerste geapprecieerd, omdat Italië vooral dringend op zoek moet gaan naar oplossingen voor de imminente problemen van enkele van zijn banken.

Maar deze politieke stabiliteit kan ook in het scenario van het 'nee'-kamp worden gehaald. Ofwel trekt praatvaar Renzi zijn eerdere 'dreiging' tot ontslag bij een negatieve uitslag van het referendum in. Maar dat houdt wellicht enig gezichtsverlies in.

Met enig gevoel voor drama stellen we een andere plotwijziging voor: in het geval van een overwinning van het 'nee'-kamp trekt Renzi naar de Italiaanse president, met zijn ontslagbrief in de hand. De hoogste gezagsdrager weigert dit gewoon en stuurt iedereen weer aan het werk - naar Italiaanse normen. Operatie Saving Premier Renzi geslaagd.



(Maar wij houden een oogje in de gaten, want enige turbulentie in de onmiddellijke nasleep van de uitslag van het referendum is zeer waarschijnlijk, maar zal enkel ontaarden wanneer de premier effectief wegloopt van het slagveld. )