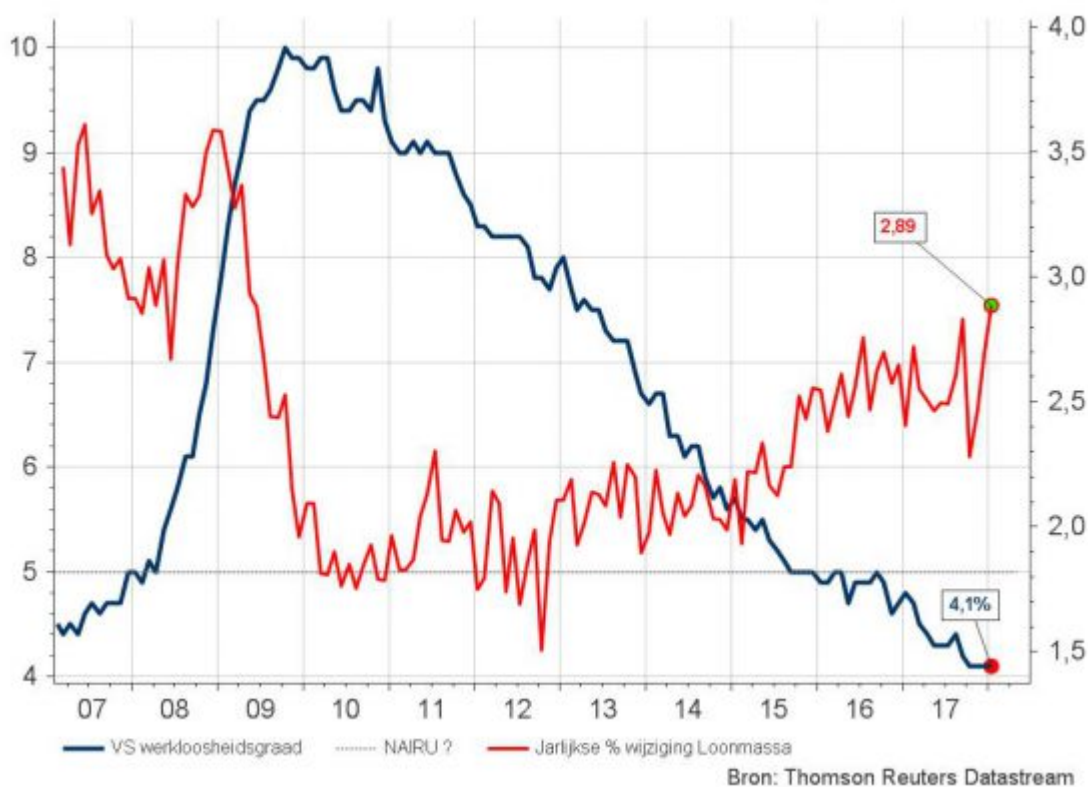


Zoals iedere seizoenswissel er u toe verplicht om uw vestimentaire keuze aan te passen, leidt de gestegen kans op een omslag van het jaargetijde tot een herpositionering van een beleggingsstrategie. Ook op de aandelenbeurzen en obligatiemarkten gaat dit meestal gepaard met een korte, voorafgaande soldenperiode, zoals zich dit de afgelopen dagen manifesteerde met één van de zwakkere weekprestaties sinds 2016.

De wereldmarkten bogen vooral het hoofd - en dat symbolisch op de laatste werkdag van de onvolprezen Janet Yellen als voorzitter van de Fed - na de publicatie van de Amerikaanse werkgelegenheidcijfers. Niet zozeer omwille van de creatie van nieuwe banen, die (ongeveer) in de lijn van de verwachtingen lag, maar wel omwille van de opverende loonmassa die de vrees op een versnelling van de inflatiecomponent aanwakkerde.

Grafiek 1: Evolutie van de loonmassa en de werkloosheid in de VS



De huidige verwachte inflatie positioneert zich momenteel nog rond 2 %, precies op de doelstelling van de Amerikaanse centrale bank, maar analisten geven een toenemende kans aan een inflatieritme van 2,5 % op jaarbasis in het tweede en derde kwartaal. Dit zou de langetermijnrente verplichten tot een verdere stijging met een half procent en tevens inhouden dat in de nabije toekomst sneller en harder moet worden opgetreden om een opwaartse prijsstijging te voorkomen.

Het verwachtingspatroon inzake de verhogingen van de beleidsrente is dan ook enigszins aangepast. Vooraf werd er met quasi zekerheid een verhoging voorzien met 25 basispunten in maart, hoogstwaarschijnlijk gevolgd door een gelijkaardige stap in augustus en een *fifty-fifty* kans voor een derde verhoging in december. Na de cijfers van vrijdagmiddag blijft de zekerheid over de verhoging in maart (vanzelfsprekend) behouden. De tweede stap kan echter al volgen in juni, terwijl de kans op een derde renteverhoging in de laatste maand van 2018 intussen tot 60 % is gestegen.

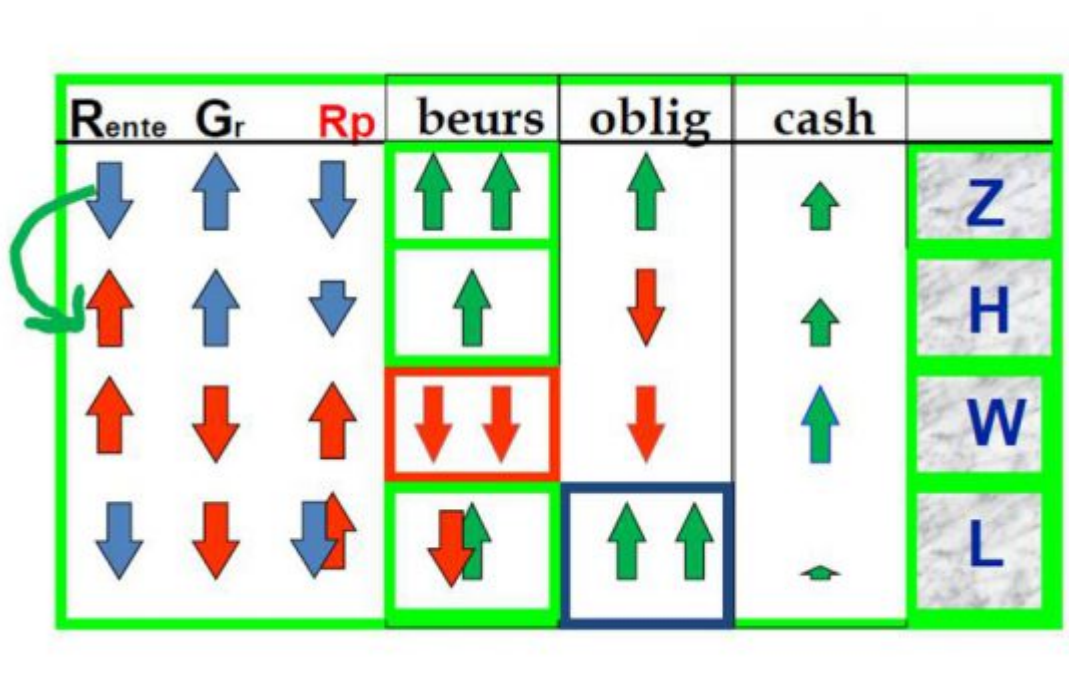
Voor een goed begrip: de loonstijgingen die momenteel worden waargenomen houden geenszins een doemscenario in. Integendeel, het was al geruime tijd een open vraag waarom de salarissen niet sneller stegen want hun trage groeitempo

lag helemaal niet in lijn met de conjunctuurcyclus. Ondanks de historisch lage werkloosheid (ver beneden het NAIURU[1]-niveau) bleef ieder spoor van een acceleratie van de loonmassa uit. Als redenen hiervoor werd verwezen naar de bescheiden productiviteitsgroei en de beperkte toename van het aantal vacatures. Beide factoren zijn nog steeds in het algemeen van toepassing maar gelden in afnemende mate op de bedrijfsgerichte dienstensectoren waar zich zowel de hoogste lonen als het meest beduidende groeitempo bevinden. Dit geldt overigens niet alleen voor de (te verwachten) evolutie bij werknemers in de technologiesector maar meest van al nog in de financiële sector (hetgeen onwillekeurig onaangename herinneringen oproept).

De recente stijging van de loonmassa kwam hoe dan ook binnen als een verrassing en leidde tot een schrikreactie. Het groeiritme bevindt zich gemiddeld rond 3 % en duwt de langetermijnrente hoger. Op zich hebben we dergelijke rentebewegingen in de afgelopen twee jaar meerdere malen hoger zien bewegen om nadien van het ingeslagen pad af te wijken. Deze keer lijkt er wel degelijk een meer duurzaam herstel van de langetermijnrente in de maak, met echter een relatief beperkt opwaarts potentieel.

Eens de financiële markten zich aan het nieuwe seizoen hebben aangepast, zal hun verdere evolutie vooral bepaald worden door het groeiritme van de bedrijfswinsten.

Grafiek2: Gestileerd seizoensmatig verloop van aandelen- en obligatiemarkten



Zolang de ondernemingsresultaten zich sneller opwaarts bewegen dan de langetermijnrente vormt iedere daling op de beurzen een aankoopaanleggenheid. Een dergelijke stelling lijdt momenteel geen twijfel met *double digit* groeicijfers in de VS en China (waar de conjunctuurindicatoren wijzen op een sterk expansieve dienstensector, die de grootste opsprong in 6 jaar laat optekenen) en een vergelijkbare prestatie van de ondernemingen in Duitsland, Italië en Spanje, die hierbij op de hielen worden gezeten door Frankrijk en Nederland.

De huidige ommezwaai in het (verwachte) jaargetijde zou ook de wisselkoers van de US dollar moeten ondersteunen vermits de lange- en kortetermijnrente in de VS niet het keurslijf dragen van hun Europese tegenhangers. De ECB zal haar agressieve monetaire politiek, geaccentueerd in negatieve beleidsrente en haar *quantitative easing*-programma, nog niet onmiddellijk loslaten waardoor de renteversillen met de VS verder zullen toenemen.

Ieder seizoen heeft echter zijn eigen karakteristieken en wordt in het herfstscenario gekenmerkt door wat hogere volatiliteit. Ieder economisch cijfer moet immers worden afgetoetst op zijn potentiële invloed op inflatie, waarbij te goed economisch nieuws negatief wordt geïnterpreteerd (want het verhoogt het dreigingsniveau) en iedere zwakkere conjunctuurindicator de kans laat toenemen op het winterscenario waarbij zowel de rente toeneemt (om een voorthollende inflatie de pas af te snijden) en de economische groei ondergraven wordt door twijfel en futloos investeringsgedrag.

Voor een goed begrip: zover zijn we nog lang niet en mits tijdige, doortastende maatregelen wordt een dergelijk scenario meestal afgewend, zodat de beurzen zich geleidelijk herstellen, rentetarieven kunnen uittoppen en iedere appelflawwte van de wereldbeurzen nieuwe opportuniteiten weet te bieden.

Dat het herfsttij zich momenteel laat gevoelen, kan moeilijk worden ontkend. Dat hoeft ook niet want dit is een natuurlijke fase die zal toelaten om die bedrijven te laten bovendrijven met de meeste vooruitgang in hun bedrijfsresultaten maar tevens de focus van een fondsenbeheerder verplaatst van de algemene asset-allocatie naar de individuele selectie van bedrijven. En laat dat nu precies onze natuurlijke habitat zijn.

[\[1\]](#) NAIRU: Het evenwichtsniveau van de werkloosheid waaronder de inflatie de neiging heeft aan te trekken. Traditioneel wordt deze rond 5 % gesitueerd.