

Na de publicatie op 9 maart van de Amerikaanse werkgelegenheidscijfers -en meer bepaald van de deelindicator die de evolutie van de looncomponent weergeeft, weergalmde een veralgemeende, diepe zucht van opluchting over de financiële markten. We wisten wel dat het vorige, verrassend sterk opgeveerde cijfer van 2 februari vertekend was door de extreme klimatologische omstandigheden aan de Oostkust en dat de anemische productiviteitsgroei geen acceleratie van de lonen kon toelaten, maar we zochten toch wat houvast in de nieuwe statistieken omdat het zenuwachtige heen-en-weergedoe tijdens de vorige maand ons gemoed diep had aangetast.

De salarismgroei viel echter netjes terug op een trendlijn die al lang geleden was uitgetekend en waarmee de beurzen genoeg hadden genomen.

Grafiek 1: Salarismgroei in de VS (% op jaarbasis)



Het vermaledijde cijfer waarvoor de financiële markten tijdens de vorige maand nog in een pijnlijke kramp waren geschoten, betrof uiteindelijk dus maar een anomalie, al moet hieraan worden toegevoegd dat ook volgens deze trendlijn de looninflatie tegen het vierde kwartaal van 2018 in de richting van 3% op jaarbasis zal opgeschoven zijn, hetgeen hoe dan ook een (beperkte) opwaartse druk op de Amerikaanse langetermijnrente zal uitoefenen.

De kansen op een agressieve ingreep van de Fed, zoals in 2004 en 2005, zijn intussen sterk afgenomen. Destijds diende de kortetermijnrente met 17 opeenvolgende snokken te worden opgetrokken tot een niveau dat uiteindelijk de economie niet afkoelde, zoals bedoeld, maar zelfs kraakte met de diepe crisis van 2008 tot gevolg.

De nieuwbakken voorzitter van de centrale bank zwaait weliswaar met een potentiële 4^{de} toename van de beleidsrente in december 2018, na een voorziene sprong met telkens 25 basispunten in respectievelijk maart, juni en september, maar de financiële markten geven hieraan nog steeds maar een kans van 1 op 3. Ook de laatste cijfers over de kerninflatie konden alleen onze geeuwspieren in actie krijgen want ook de prijsevolutie bleef volledig binnen de perken en gedroeg zich perfect

zoals voorspeld.

Volledig geruststellend is dat echter nog niet zodat de Fed alert moet blijven en met stevig taalgebruik tijdens de volgende FOMC-vergaderingen zal uitpakken om aan te geven dat het haar menens is om de inflatiedraak te bestrijden met alle mogelijke middelen. U hoeft hiervan niet meer te schrikken dan nodig, maar onthoud hierbij wel dat zowel de industrie als de dienstensector momenteel in zeer goede doen zijn, hetgeen van aard is om een opwaartse druk op lonen en prijzen uit te oefenen. De recent gepubliceerde cijfers over de salarisgroei en de inflatieontwikkeling zijn vandaar noch alarmerend, noch nemen ze het risico volledig weg.

De financiële markten mochten zich echter slechts welgeteld 24 uur in het zonnetje koesteren, want de zoveelste stoelendans in het Witte Huis creëerde nieuwe vrees voor een escalatie van de handelsoorlog met de eurozone, een ontarding van het Koreaanse conflict en een verdere destabilisatie van het Midden-Oosten, indien de nucleaire deal met Iran dreigt te worden opgezegd.

Dit laatste kan vooral gevolgen hebben voor de olieprijs, maar het opwaartse potentieel van de zwarte smurrie wordt beperkt door het potentiële overaanbod aan (Amerikaans) schaliegas.

De verrassende wending in het Koreaanse conflict leidt weliswaar tot een rechtstreekse confrontatie van beide kempfanen aan tafel maar je weet maar nooit wat uit een dergelijk gesprek komt. Gelukkig zal de Chinese oppergod een oogje in het zeil houden.

De ontsporing van het handelsconflict met de eurozone lijkt echter een meer acuut probleem te vormen. Niemand houdt er tot nu toe ernstig rekening mee dat een Amerikaans president een dergelijk negatieve spiraal op gang zou durven trekken. De ervaringen met dit handelswapen zijn immers (understatement van het jaar) erg desastreus afgelopen voor de wereldeconomie in het algemeen en de Verenigde Staten in het bijzonder. De invoertarieven die de Amerikaanse senatoren Smoot en Hawley in mei 1930 oplegden in een poging om het toenemende handelstekort in te dijken dat was ontstaan na een rampzalig oogstseizoen in de VS, leidden tot soortgelijke maatregelen in Europa waardoor de wereldhandel op drie jaar tijd tot 1/3 van zijn niveau werd gereduceerd. Met alle gevolgen van dien.

Dat er toch met deze nucleaire optie wordt bedreigd, heeft wellicht te maken met het innemen van een comfortabele onderhandelingspositie. De werkelijke doelstelling lijkt er enkel op gericht te zijn om de Europese invoertaksen op (sommige) Amerikaanse producten weg te werken. De politieke techniek die hierbij wordt gebruikt is de beproefde *Mad man theory*, destijds meesterlijk op punt gesteld door Richard Nixon en recent (succesrijk) aangewend door onder andere de huidige Amerikaanse president maar ook de Spaanse premier in de Catalaanse kwestie. Maar dit loopt alleen goed af wanneer de "mad man" in kwestie enkel veinst om het ultieme wapen te gebruiken maar in realiteit slim genoeg is om in te zien dat het in niemands belang is om dit ook effectief uit te voeren. Bij een dergelijke politieke strategie is het van vitaal belang om over een minister van Buitenlandse Zaken te beschikken die bijzonder goed geïnformeerd is en vandaar tot de intieme kring van de president moet behoren, zodat hij op geloofwaardige wijze op de ernst van de situatie kan wijzen.

Dr. Kissinger was hiervoor destijds de geknipte figuur maar de huidige buitenlandminister is dat allerminst. Tillerson distantieerde zich immers openlijk van het standpunt van de president op zowat ieder punt en noemde hem zelfs een (...) *moron*, zonder op enig moment maar aanstalten te maken om zijn woorden in te trekken. Vandaar dat hij nog voor de onderhandelingen met Korea en de EU moest vervangen worden door één van de intimi van de president. Wat schokgolven op de beurzen later, lijkt deze keuze evident binnen de gevoerde tactiek.

Dergelijke argumenten zijn moeilijk te kwantificeren en vandaar moeilijk te capteren voor een asset-allocatiemodel. Vandaar dat we er de voorkeur aangeven om ons te richten op objectiveerbare factoren maar de (positieve) conclusies die hieruit getrokken worden enigszins af te zwakken op basis van de voornoemde subjectieve elementen.

Concreet leidt dat er ons toe om nog steeds de aandelencomponent te overwegen met een allocatie van 57% aan deze beleggingsklasse. Het overgewicht blijft liggen in de eurozone met een verdere opbouw van Duitse, Nederlandse en Franse aandelenposities, maar de VS blijft nadrukkelijk aanwezig. De verwachte risicopremies in de eurozone zijn weliswaar (veel)



Eerst een zig, dan een zag. Zo hoort dat.

hoger, maar het groeiritme van de ondernemingsresultaten is dan ook gemiddeld dubbel zo hoog in de VS. De obligatiepositie blijft voornamelijk bestaan uit Spaanse en Italiaanse inflation linked bonds en Portugese en Poolse Staatsobligaties met een looptijd van (ongeveer) 7 jaar.

Intussen zijn de markten opnieuw wat heen en weer gegaan. *That's entertainment.*