

De oplopende volatiliteit op de wereldbeurzen is vanzelfsprekend van aard om toenemende bezorgdheid uit te lokken bij beleggers. Zelfs in de wetenschap dat de huidige terugslag op langere termijn weer een opportuniteit zal blijken in te houden en gewapend als wij zijn met alle denkbare statistische materiaal om deze stelling te ondersteunen, blijft het nagelbijten en afwachten op de nieuwste ontwikkelingen en economische cijfers.

Enerzijds zijn dergelijke neerwaartse bewegingen nooit helemaal zonder onderliggende reden, maar de huidige context wordt vooral gedomineerd door eigenzinnige politieke beslissingen, waardoor de onvoorspelbaarheid en onrust alleen maar toeneemt. Anderzijds zijn dergelijke stuiptrekkingen ook niet ongewoon in de economische en financiële context waarin de wereldeconomie zich momenteel bevindt, waarbij het toekomstige groeipad vooral afhankelijk is van de beslissingen van de Amerikaanse Centrale Bank en de resultaten die worden bereikt aan de Chinees-Amerikaanse onderhandelingstafel die het handelsconflict op korte termijn zowel kunnen beëindigen als kunnen laten escaleren.

Vooraf dit aanslepende conflict weegt zwaar op het gemoed van investeerders. De blijde Twitterberichten van de Amerikaanse president vlak na de G20-ontmoeting leidden weliswaar tot een kortstondige koersopflakking bij de opening van deze memorabele beursweek, maar de beursrally verloor snel momentum toen bleek dat er van Chinese zijde geen bevestiging van deze positieve plotwending kwam.

Op dat moment was deze scepsis grotendeels ten onrechte. President Xi is nu eenmaal geen impulsieve twitteraar maar bevestigde nadien grotendeels het optimisme over de haalbaarheid van een overeenkomst waarmee beide partijen verder kunnen.

Het huidige voorstel houdt weliswaar maar een uitstel van 90 dagen in vooraleer de gevreesde tarieven effectief van toepassing zouden worden, maar laat genoeg ruimte en tijd om oplossingen te vinden. Wat er ook van zij, de tijdelijke vrede op het handelsfront duidt op een constructieve houding van beide partijen.

Maar net toen de beurzen er aan begonnen te denken om, in het vooruitzicht van een aanvaardbare oplossing van dit aanslepende conflict, terug een opwaarts pad te kiezen, liep het nieuws binnen over de arrestatie van niemand minder dan Meng Wangzou, de CFO van Huawei. Dit gebeurde op basis van vage aanklachten over inbreuken van de Chinese technologiëer op de Amerikaanse handelssancties tegen Iran en meer bepaald aantijgingen dat daarbij Amerikaanse banken zouden gebruikt worden.

Het succesrijke Huawei is tegelijkertijd hét technologische uithangbord van China en een bedrijf dat door de VS verdacht wordt van (diverse vormen van) spionage. De arrestatie komt wel erg ongelegen want de betrokkene is een vertrouwenspersoon van president Xi (en aldaar betekent dat nog wat) en president Trump leek niet op de hoogte van de plannen van de FBI.

Dit voedt de hypothese dat zowel conservatieve elementen in de Trump-administratie als zijn politieke tegenstanders op de linkerflank er alles aan willen doen om een eventueel succes van de president in dit dossier te vermijden. De Chinese reactie is tot nu toe erg terughoudend, waarschijnlijk om een verdere escalatie te vermijden en deze dame met zeer hoog aanzien zo snel mogelijk op een vlucht huiswaarts te krijgen. Trump kan deze situatie internationaal in zijn voordeel buigen door als reddende engel op te treden en deze deerne uit de klauwen van de Amerikaanse FBI-draak te redden, maar dit houdt ook nationale politieke risico's in. De zaak komt deze namiddag voor een Canadese rechtbank die uiteindelijk moet beslissen over de uitwijzing aan de VS. Opnieuw nagelbijten, tot dan.

Een tweede belangrijke reden voor de ongerustheid op de wereldbeurzen is de moeilijk ontwarbare economische en financiële context in de VS, die uitstraalt over de rest van de planeet. De Amerikaanse economie bevindt zich in een spreidstand waarbij enerzijds de conjunctuurindicatoren wijzen op een versnelling van het economisch momentum maar anderzijds de rentecurve dreigt te inverteren waardoor signalen over een nakende recessie worden uitgestuurd. Dit laatste betekent in mensentaal dat indien de korte termijnrente zich boven de langetermijntarieven bevindt, dit over de laatste 40 jaar telkens een correcte voorspelling inhield over de realisatie van een economische recessie binnen een afzienbare periode.

De kracht van deze indicator is ons welbekend en wordt al sedert de eerste publicaties [\[i\]](#) hierover in 1991 steevast meegenomen bij het opstellen van financiële modellen. Zowel de recessies van 1991, 2001 en 2008 werden correct voorspeld (waartoe geen enkel ander economisch model in staat bleek te zijn), maar ook bij het back-testen [\[ii\]](#) van het renteverskil tussen de rente op overheidsobligaties op 10 jaar en 1 jaar bleek deze zeer eenvoudige indicator veruit de beste resultaten af te leveren.

Op zich is het niet zo moeilijk om een model of een indicator te bedenken die al dan niet toevallig een recessie voorspelt. Het probleem is dat het aantal keren dat verkeerdelijk een recessie wordt voorspeld terwijl de economie toch rustig blijft uitdeinen tot een minimum moet worden beperkt. Valspositieve signalen, heet dat dan in de statistiek.

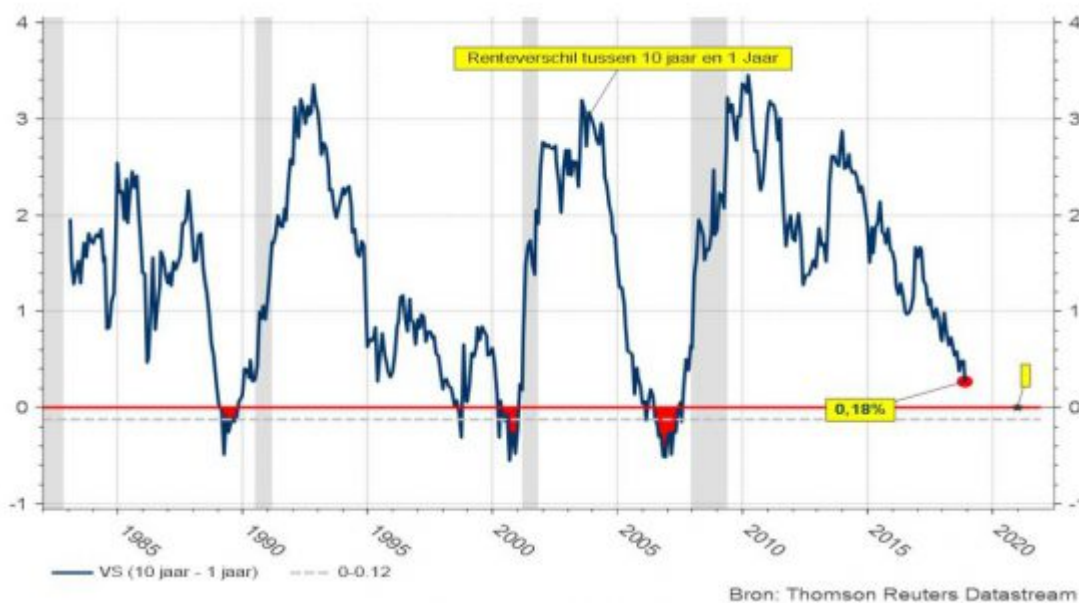
Maar ook daar blijkt deze eenvoudige indicator veel beter te scoren dan allerlei gesofisticeerde modellen en lijkt in het verleden maar één noemenswaardig vals positief te hebben afgeleverd, met name in 1966 toen de Amerikaanse Centrale Bank de beleidsrente optrok tot boven het niveau van de langetermijnrente om (succesrijk) de klim van de inflatie af te remmen om nadien terug onder het niveau van de 10-jaarrente te dalen.

Voor een goed begrip: de rentecurve is momenteel nog steeds positief maar dreigt onder water gaan wanneer de Fed in december e.k. en juni (?) volgend jaar de kortetermijnrente met telkens 25 basispunten optrekt (en de langetermijnrente niet mee stijgt). Het optrekken van de beleidsrente gaat echter momenteel niet gepaard met een stijging van de inflatie-indicatoren. Integendeel, zowel de verwachte inflatie (berekend uit inflation-linked bonds) als de kerninflatie hebben eerder de neiging om af te nemen.

Vandaar dat de markten ervan uitgaan dat de Fed ruimschoots op voorhand de nodige bewarende maatregelen heeft getroffen, waardoor na verloop van enige tijd [\[iii\]](#) de beleidsrente terug kan afnemen (of de langetermijnrente terug kan toenemen omdat het gevaar op het afkoelen van de economie geweken is). Dat was zo in 1966 en (heel) misschien ook in 2018 ...

Maar de verwachte toekomstige daling (momenteel gesitueerd binnen een tweetal jaar) van de beleidsrente kan natuurlijk ook geassocieerd worden met de realisatie van een recessie, zoals dat het geval was in 1991, 2001 en 2008. Het kan vriezen, het kan dooien ...

Grafiek 1: Renteverkil tussen 10 jaar en 1 jaar op Amerikaanse overheidsobligaties.



Uit het recente beeld van de Amerikaanse economische indicatoren blijkt alleszins tot nu nog weinig reden om van enig

afkoelen te gewagen. Zowel de conjuncturele indicatoren voor de industrie (tot onze verrassing) als voor de dienstensector wijzen zowaar zelfs op een toename van het economische momentum, maar wellicht schuilt daarin ook het gevaar. De werkloosheidsgraad is immers dermate laag dat een verdere versnelling van de salarismassa zeer waarschijnlijk is en laat dat precies de oorzaak zijn van de oplopende inflatie in 2004 en 2005, die de te laat wakker geschoten Fed met een onwaarschijnlijke reeks van 17 renteverhoging te lijf moest gaan. De inflatie verdween maar ook de economische activiteit kende in 2008 een epische terugval. Een dergelijk scenario is vanzelfsprekend niet voor herhaling vatbaar.

Maar de situatie lijkt nu toch anders: de looncomponent stijgt gestaag maar blijft al bij al binnen de perken, de financiële sector lijkt niet meer gestuurd door dezelfde *money hungry fools* als in de prelude van 2008, de productiviteitsgroei van de bedrijven is onvoldoende sterk om verregaande loonstijgingen te tolereren en de competitieve krachten werken nu (nog) veel intensiever dan 10 jaar geleden.

Dit belet echter niet dat de financiële waarnemers met een klein hartje uitkijken naar de publicatie van een nieuwe reeks statistieken, te beginnen met de werkgelegenheidscreatie (verwacht 168.000 netto-eenheden) en (vooral) het groeiritme van de lonen dat zich zigzaggend naar boven heeft gewerkt. Te sterke cijfers zouden de Fed opnieuw in de verleiding brengen om de beleidsrente agressiever op te trekken, wat de kans op de beruchte 3^{de} renteverhoging (in december 2019) opnieuw zal doen toenemen. Voor een goed begrip: de kans op deze gevreesde rentestijging is nu zelfs gezakt onder 25 %, terwijl dit een maand geleden nog meer dan 50 % betrof.

De conclusies zijn eenvoudig: indien Mevrouw Meng (u mag haar zowel als Cathy als Sabrina aanspreken) naar huis kan gaan en er verdere positieve signalen uit de handelsbesprekingen tussen China en Amerika afgeleid kunnen worden, terwijl de loonmassa in de VS zich verder naar een hoger niveau tilt, zonder de Fed te verontrusten, dan komt dit op relatief korte termijn allemaal wel goed. Anders ook wel, maar dan zal het veel langer duren.

If you are walking through hell, keep walking.

[\[i\]](#) Estrella & Hardouvelis: The Term Structure as a Predictor of Real Economic Activity 1991

[\[ii\]](#) Het model wordt hierbij toegepast op situaties in het verleden om na te gaan of er destijds de juiste signalen konden worden afgeleid.

[\[iii\]](#) Momenteel bevindt het moment waarop de kortetermijnrente verwacht wordt terug te dalen zich binnen twee jaar.