

Met één welgemikte tweet wist de Amerikaanse president de wereldwijde beurswinsten van hun nog maar net bereikte en uitbundig gevierde recordniveau weg te jagen en zadelde hij de eerder zo enthousiaste aandelenbeleggers op met een behoorlijke kater. Maar noch de beursstijgingen van de vorige weken, noch de onverwachte dreiging om het 10 % tarief voor Chinese invoer op te trekken naar 25 %, zijn ten onrechte.

De wereldbeurzen klommen in de afgelopen weken naar recordniveaus, gesteund door een combinatie van een lagere rente, beter dan verwachte bedrijfsresultaten, een (nog) pril herstel van de conjunctuurindicatoren en - *last but not least* - een groeiend vertrouwen in de goede afloop van de lopende handelsgesprekken tussen de VS en China.

Grafiek 1: Evolutie van de wereldindex (netto return in euro)



Dit relatief gunstige scenario blijft weliswaar nog grotendeels intact op middellange termijn, maar de marktbevingen op korte termijn zullen vanzelfsprekend gedomineerd worden door de onmiddellijke ontwikkelingen op het handelsfront. De nieuwe Amerikaanse handelssancties zullen naar alle waarschijnlijkheid vrijdag wel degelijk worden toegepast. Er rest de onderhandelaars immers minder dan een dag om een oplossing te vinden voor enkele zeer fundamentele problemen en dat lijkt nu onmogelijk. Dergelijke mirakels mag je momenteel enkel verwachten op een voetbalveld.

De Chinese handelsdelegatie kwam afgelopen zaterdag immers plotsklaps aandragen met een compleet gewijzigde tekst waarbij zo goed als alle moeizaam verworven toegevingen van de Chinese overheid inzake het respecteren van intellectuele eigendom en het openstellen van haar interne markt werden teruggeschoefd. Trump had hierdoor geen andere keuze meer dan hard op de onderhandelingstafel te kloppen met de aankondiging van nieuwe tarieven.

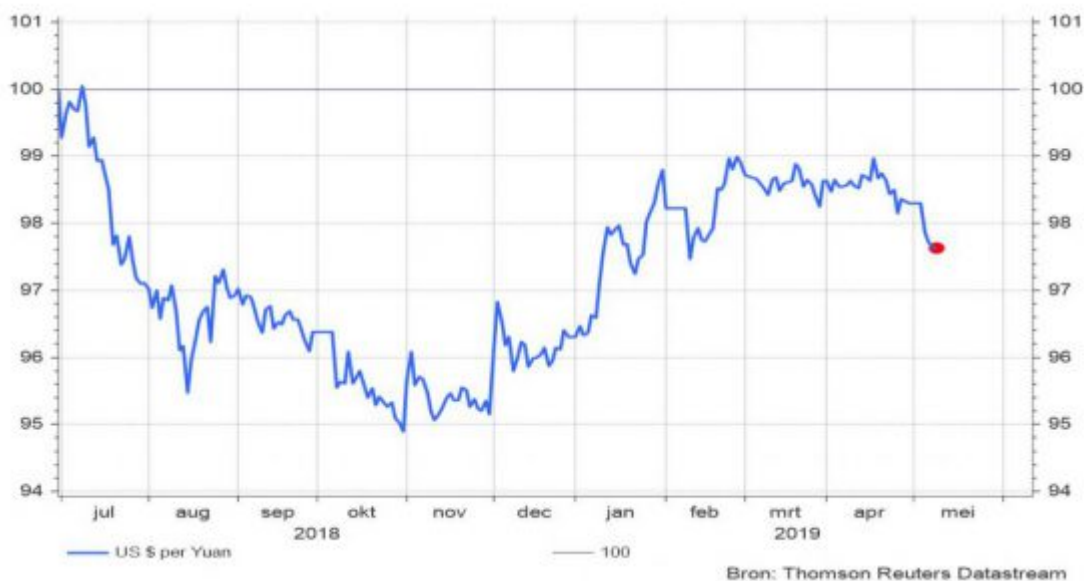
Dit komt hem overigens erg goed uit. Het lijkt er steeds meer op dat de Amerikaanse regering zich intussen zeer comfortabel voelt met de al verhoogde invoertaksen om de Amerikaanse markt binnen te komen. Om een pretpark binnen te gaan betaal je toch ook, of niet soms? In hun redenering is er dan ook niets mee mis om een (stevige) prijs aan de ingang te vragen om gebruik te mogen maken de sterke Amerikaanse consumptiemarkt.

Hierdoor wordt China met rug tegen de muur geplaatst. Met opgeklopte retoriek en de dreiging om zelf terug te slaan met hogere tarieven op Amerikaanse invoer maakt de Chinese overheid voorlopig weinig indruk. Door de historische wanverhouding waardoor China nu eenmaal veel meer uitvoert naar de VS dan het invoert, zal de VS een dergelijke tarievenoorlog immers gemakkelijk winnen, zij het tegen de kostprijs van een tijdelijk wat lagere economische groei. Een half procentje of zo, volgens de laatste schattingen. Maar de Chinese economie dreigt een veel zwaardere tol te moeten

betalen.

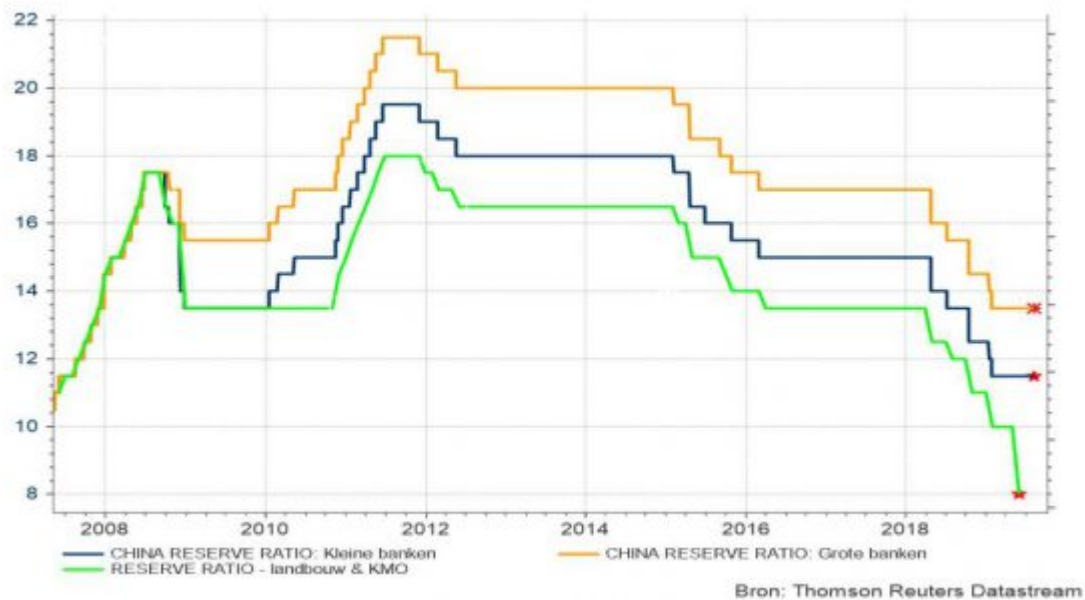
Om de evolutie met een betrouwbare, relatief objectieve indicator te kunnen volgen, maakten we in de afgelopen maanden gebruik van de evolutie van de wisselkoers van de Chinese munt ten opzichte van de US dollar. Deze kanarie in de koolmijn gaf ons in de afgelopen weken af en toe weleens tekenen van afnemende eetlust, maar dat was niet van zo'n aard dat de ernst van de huidige negatieve ontwikkelingen eruit kon worden afgeleid. Dit onderstreept het verrassingseffect dat gepaard ging met deze plotse ontarding.

Grafiek 2: Wisselkoers van de US dollar ten opzichte van de Chinese yuan



In het beste geval wordt het bereiken van een eventueel akkoord enkele maanden uitgesteld en wordt een verdere escalatie vermeden. Natuurlijk zagen we dit graag anders, maar voorlopig hebben we hiermee geen al te grote problemen, zelfs niet wanneer de tarieven vrijdag effectief worden verhoogd. Op korte termijn zal deze onzekerheid ons natuurlijk enkele procenten kosten, maar op middellange termijn brengt dit de monetaire overheden van beide landen in de gelegenheid om hun politiek te versoepelen. In de VS met een lagere beleidsrente, in China met nog lagere marktrentes en bancaire reserveratio's, in combinatie met het versneld en doortastend uitvoeren van het voorziene stimuleringspakket.

Grafiek 3: Bancaire reserveratio's China



In China werden de reserveratio's voor landbouwbedrijven en kmo's recent opnieuw verlaagd. Hadden we hierin een teken moeten zien dat China van plan was terug te krabbelen wat betreft de eerder gemaakte afspraken? Achteraf gezien wellicht wel ... Deze maatregel werd echter vooral gekaderd in de oplopende voedselprijzen in China. Ondanks de lagere prijzen voor landbouwproducten op de internationale markten, lopen de voedingsprijzen in China opvallend op. Dit is vanzelfsprekend een gevolg van de opgelegde importtarieven.

De kans op een verlaging van de Amerikaanse beleidsrente is intussen verder gestegen, met meer dan 50 % kans voor december en vooral een realistische 2/3 kans voor januari 2020.

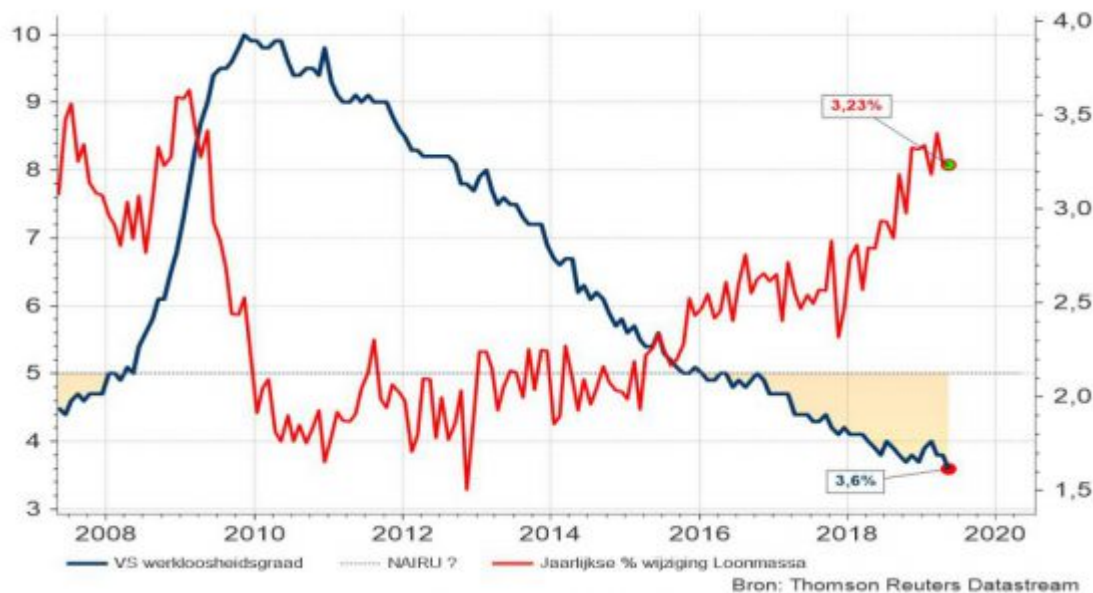
Dit overigens in weerwil van de bijzonder sterke economische cijfers over de werkgelegenheid in de VS, met een nieuw en benijdenswaardig record waarbij de Amerikaanse economie er nu al voor de 103^{de} opeenvolgende maand in slaagt om bijkomende banen te creëren.

Het gematigde tempo van de economische groei is wellicht het geheim achter deze Amerikaanse succesformule. Niet meer van die tussentijdse groeisurten die inflatie uitlokken en dan de economie abrupt afkoelen, maar een gestage vooruitgang die veel duurzamer blijkt te zijn. Is dit de verdienste van Trump? Waarschijnlijk niet, want een dergelijke evolutie vereist een structurele onderbouw waaraan lange tijd is gewerkt.

Het is echter zeker niet de verdienste van de huidige voorzitter van de centrale bank. Zijn geklungel in het vierde kwartaal van 2018 bracht - totaal onnodig - miljardenverliezen toe aan de financiële markten en de globale reële economie. De redenering van Jerome Powell was destijds vooral geïnspireerd door zijn vrees voor de ontwikkeling van een nieuwe opwaartse loonspiraal, naar analogie met de nare ervaringen in 2004 en 2005. De Fed reageerde toen duidelijk veel te laat en moest de beleidsrente dermate drastisch optrekken dat daarmee de voedingsbodem werd gecreëerd voor de grote recessie van 2008-2009. Vandaar dat Powell in september aankondigde dat de beleidsrente nog verder zou worden opgetrokken. De verwachte looninflatie werd immers geschat op 4 %, wat zich in het verleden steeds vertaalde in een jaarlijkse kerninflatie van 2,5 %. Een dat is 50 basispunten te hoog. Vermits 50 gelijk is aan tweemaal 25, moest de beleidsrente met twee snokken van 25 basispunten worden opgetrokken. Logisch, niet?

Maar de toekomst is het verleden niet. De gevreesde opstoot van de looninflatie blijft immers uit, ondanks de historisch lage werkloosheidsgraad. Men is al enkele jaren op zoek naar de reden waarom deze lage werkloosheid zich niet vertaalt in substantiële inflatie. Dit scenario zit immers vervat in de algemene aanvaarde Phillips-curve.

Grafiek 4: Werkloosheid VS en looninflatie



De vorige voorzitter van de Fed, Janet Yellen, omschreef het uitblijven van inflatie nog als *mysterious*. Recent verklaarde een van de huidige Fed-gouverneurs dit als volgt: *‘Things have happened...’* Daar word je ook al niet veel wijzer van.

Maar een studie van het vermaarde MIT uit 2017 (en verder verfijnd in 2018) biedt intussen het antwoord: inflatie werd in het verleden inderdaad meerdere malen uitgelokt door loonstijgingen, die zich op hun beurt vertaalden in een verhoging van het algemene prijspeil. Deze ontwikkeling moest dan worden afgeremd met rentestijgingen.

Maar uit deze studie bleek een ander recent fenomeen een belangrijke tegendruk te geven op de loonvorming: de toename van de automatiseringsgraad in de industrie, gemeten op basis van het aantal robots per 1000 werknemers. Het blijkt dat als dit maatgetal met één eenheid stijgt, het algemene loonpeil in de economie met 0,37 % per jaar afneemt. En dit is precies wat er in de afgelopen jaren ook effectief blijkt te zijn gebeurd. Door de automatiseringsgolf die we het laatste decennium hebben gekend, is de opwaartse loondruk in belangrijke mate afgenomen zodat een lage werkloosheidsgraad zich niet meer rechtstreeks vertaalt in oplopende inflatie. Geen goed nieuws voor laaggeschoolde arbeiders, wel voor informatici en ingenieurs die hun lonen fors zien toenemen.

Meer nog. De studie geeft aan dat we ook moeten afstappen van de romantische idee dat robots initieel tot banenverlies aanleiding geven, maar dat er nadien meer jobs worden toegevoegd omwille van de hogere efficiëntiegraad. Niks van. Als het aantal robots per 1000 werknemers met één eenheid toeneemt, daalt de werkgelegenheid met 0,25 %. En waar situeren deze lagere lonen en toegenomen werkloosheid zich? Inderdaad, precies in het *heartland* van de gemiddelde Trump-kiezer.

Wat betreft het beheer van onze profielportfolio's ondervinden we, net zoals iedereen, momenteel een negatieve impact door de onverwacht gestegen kans op het eventueel definitief mislukken van de handelsbesprekingen. We gaan dit effect naar de toekomst toe zeker niet onderschatten, maar ook in het meest negatieve geval zal de wereldeconomie relatief snel een nieuw evenwicht vinden. De gevolgen voor de economische groei zijn evident, maar de monetaire overheden zullen hierdoor minder twijfelen om stimulerende maatregelen uit te werken.

De wereldbeurzen kunnen hierdoor in een latere fase van het jaar terug opveren, zodat de huidige neerwaartse bijstellingen op de financiële markten er opnieuw uitzien als een opportuniteit voor beleggers met voldoende geduld en stalen zenuwen. De volatiliteit op de markten is echter ook substantieel gestegen. Dit weerhoudt ons er van om ons aandelenpercentage nu al op te trekken, maar we blijven een overwogen positie in aandelen aanhouden. De looptijden van

onze obligatieposities worden intussen verder verlengd.

De dollar-euro wisselkoers is intussen geland op het niveau van onze modelvoorspelling. Dit betekent dat we geen dollars meer bijkopen maar dat we onze overwogen positie tot nader order blijven aanhouden.

Grafiek 5: Dollar-euro wisselkoers

