

Volatiliteit op de markten, wen er maar aan!

Wat een verschil kunnen een paar dagen maken! Toen op 2 februari bekend werd dat de lonen in de VS in januari met 2,9 procent waren gestegen (en die in december met iets meer dan eerder werd gemeld) begonnen de koersen wilde bewegingen te maken. Aandelenindices verloren honderden punten per minuut en de langetermijnrentes klommen naar standen die we in 2014 voor het laatst zagen. Hier en daar begonnen beleggers zelfs te denken dat de Fed de officiële rente in de VS dit jaar vier keer zal verhogen en niet drie keer, zoals de bank min of meer had beloofd.

Al deze dingen speelden zich af daags na de vergadering van het rentecomité van de Fed eind januari. Deze week zijn de notulen van die vergadering gepubliceerd. Hoe zagen de leden de Amerikaanse economie in 2018 zich ontwikkelen en hoe is dat te zien in het licht van de recente gebeurtenissen op de markten en in de economie?

De Amerikaanse centrale bankiers zijn onveranderd optimistisch over de groeivoorzichten. Als belangrijke redenen werden belastingverlagingen die op komst zijn, hoog blijvende groei van de wereldeconomie en een gunstige gang van zaken op de financiële markten (lees: laagblijvende rentes, flinke stijging van de aandelenkoersen) gewend. Een aantal leden van het comité gaf zelfs aan eigen verwachtingen over economische groei dit jaar omhoog bij te stellen. Een van de leden zei onlangs in een interview dat de 'Amerikaanse economie het heel goed lijkt te doen en in de beste toestand sinds de crisis verkeert.' Volgens hem doet die het volgens veel maatstaven zelfs beter dan zelfs in de periode ruim vóór de laatste crisis.

Verder als in niet verder

Na de publicatie van de notulen klommen de langetermijnrentes iets verder omhoog en kwamen de aandelenkoersen onder neerwaartse druk. De dollar won wat van het afgelopen weken verloren terrein terug. Dé reden was welgeteld één woord uit de notulen, te weten 'verder'. Waar de Fed voor januari sprak van de noodzaak tot 'geleidelijke renteverhogingen' in 2018, stond er nu namelijk 'verdere geleidelijke renteverhogingen'.

Mijns inziens moeten we dat 'verder' niet lezen als 'meer renteverhogingen dan de drie beloofde' maar eerder als 'drie renteverhogingen zoals gepland na de verhoging in december vorig jaar'.

Waar de Fed nogal optimistisch is over de groeivoorzichten (hoewel opgemerkt moet worden dat enkele leden de risico's voor de rooskleurige groeivoorzichten zien toenemen), geldt dat voor de ontwikkeling van de inflatie met nadruk níet.

Maakte een aantal comitéleden zich zorgen dat de groei verder kan aantrekken en de inflatie verder omhoog kan stuwen, daar tegenover stond er een evengrote groep die juist vreesde dat de inflatie nog een lange tijd aanzienlijk onder het streefpercentage van 2 á 2,5 procent zal blijven liggen. Ofwel: de Fed verkeert nog steeds in onzekerheid over hoe deze nieuwe economische fase (na eerst recessie en dalende inflatie, vervolgens achtereenvolgens recessie- en deflatiegevaar en herstel en veel te lage inflatie) van aanhoudende groei en een hogere inflatie dan voorheen maar toch nog te laag, in te schatten. Is het allemaal tijdelijk of vertonen de ontwikkelingen structurele trekjes? Is de lichte verdere stijging van de langetermijnrentes bijvoorbeeld te zien als een 'mening' van de obligatiemarkt dat de Fed behind the curve raakt, met andere woorden de rente te langzaam wil optrekken gezien de economische ontwikkelingen? De tijd zal dat moeten uitwijzen. Ik wil hier nog wel opmerken dat ook in het licht van de bovenstaande zeer belangrijk is wie de vier vacante stoelen

in het rentecomité gaan bezetten de komende maanden. Gezien dat aantal kunnen die nieuwe leden de ene of de andere visie aan een meerderheid helpen.

Fragiel

De gemeenschappelijke noemer voor een ruime meerderheid van de comitéleden is dat ze de inflatie in de VS op middellange termijn naar het gewenste percentage zien stijgen doordat de economische groei boven de trend zal blijven liggen en de arbeidsmarkt sterk zal blijven. En dát is in mijn ogen zeer belangrijk voor ons.

Het geeft namelijk aan dat één ietwat tegenvallend cijfer of economische groei en/of inflatie (of een belangrijke indicator voor die variabelen wat dat betreft!) een matiging van de verwachtingen over renteverhogingen dit jaar als gevolg kan hebben, met alle gevolgen van dien op de markten. Gezien het feit dat maandelijks inflatiecijfers notoir volatiel zijn én dat de groeicijfers na de eerste raming significant bijgesteld kunnen worden, kan dat zomaar gebeuren.

Andersom geldt natuurlijk ook dat een ietwat sterker macro-economisch cijfer ervoor kan zorgen dat het idee van vier renteverhogingen dit jaar sterker wordt, wat een sterkere dollar, stijgende rentes en dalende aandelenkoersen kan veroorzaken.

Het zou me niet verbazen als elke keer als er een belangrijk macro-economisch cijfer uit moet komen, de markt een groot deel van de verwachtingen over het Fed-beleid dit jaar eraan zal ophangen. Daarbij valt op de korte termijn te denken aan inflatiecijfers en cijfers over binnenlandse consumptie (op 1 maart), het maandelijks arbeidsmarktrapport met nieuwe banen, werkloosheid en lonen (op 2 maart) of de non-manufacturing PMI index (op 5 maart).

Het bovenstaande betekent dat we mijns inziens meer volatiliteit kunnen verwachten de komende tijd, meer dan we gewend zijn geraakt de afgelopen jaren (de turbulentie van de afgelopen weken kan normaal worden in plaats van een tijdelijk fenomeen zo u wilt). Dat betekent dat tijdelijke dalingen van koersen zoals we die eerder deze maand hebben gezien zeer wel mogelijk zijn, net als forse stijgingen bij een gunstig cijfer overigens. Volatiliteit kan veel eerder hét woord van 2018 op de financiële markten worden dan inflatie denk ik zo.