



De lucht heeft geen eenduidige kleurcode >>



De belangrijkste vraag voor de financiële markten is momenteel waarschijnlijk: wanneer zal de Fed in de VS de rente verhogen? Daarbij is het niet voldoende om naar slechts één kengetal te kijken. Er moet met tal van factoren rekening worden gehouden, elk met een veelheid aan facetten.

De werkelijkheid is vaak zeer complex en kent een groot aantal facetten. Maar meestal schieten onze cognitieve vaardigheden tekort om deze werkelijkheid waar te nemen, te analyseren en volledig te begrijpen. Daarom gebruiken we graag universele schema's of bekende modellen die helpen de cognitieve verwerking te vergemakkelijken of soms zelfs gewoon in gang te zetten. Iets soortgelijks zien we ook in de macro-economie, waar bij voorkeur wordt geprobeerd complexe situaties in één kengetal uit te drukken en daar definitieve conclusies uit te trekken. Deze verdichting tot één cijfer vergemakkelijkt weliswaar de verwerking, maar brengt tegelijkertijd het gevaar met zich mee dat informatie verloren gaat. Want als alleen naar dit ene, uiteindelijke kengetal wordt gekeken en de afzonderlijke facetten en invloeden buiten beschouwing blijven, is het niet uitgesloten dat er een verkeerde conclusie wordt getrokken. En dat kan weer tot misplaatste of misschien zelfs contraproductieve maatregelen leiden. Want ook al lijkt de lucht op het eerste gezicht "gewoon" blauw te zijn, er kunnen allerlei kleurnuances in zitten. Probeer u RGB (rood groen blauw)-kleurcode R0 G34 B68 maar eens (code van de ETHENEA-huiskleur).¹

Voorlopig is en blijft de belangrijkste vraag voor de financiële markten daarom waarschijnlijk: Wanneer zal de Fed (*Federal Reserve*) in de VS de rente verhogen? Of, liever: kan de Fed de rente eigenlijk wel verhogen, terwijl alleen dit jaar al meer dan

23 centrale banken hun beleidsrente (soms al herhaaldelijk) hebben verlaagd, onder meer uit bezorgdheid over de groei en vrees voor deflatie?²

Hoe dan ook, door de term *patience* uit het recentste FOMC-statement van 18 maart 2015 te schrappen, heeft de Fed de markten er in elk geval op voorbereid dat in een van de volgende meetings, behalve die van april, tot een renteverhoging kan worden besloten.³ Vooral het woordje *kan* is hier belangrijk. Want tegelijkertijd benadrukte Fed-voorzitter Janet Yellen verschillende keren dat er nog geen beslissing is genomen en dat, afhankelijk van de cijfers, van meeting tot meeting zal worden bekeken of het zover is.

Inhoud >>

Pagina 1

[De lucht heeft geen eenduidige kleurcode](#)

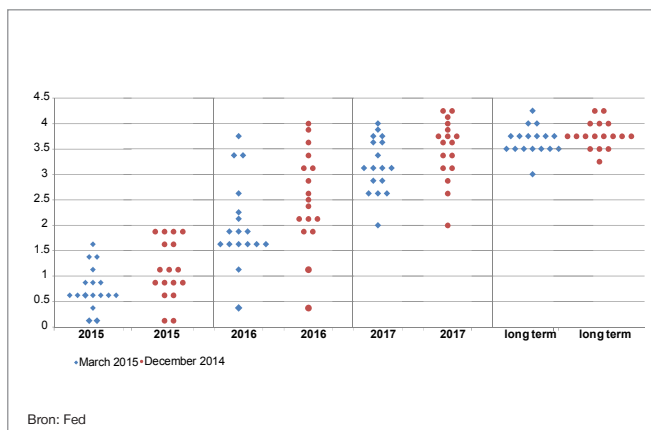
Pagina 4

[Macro-economische vooruitzichten](#)

¹ Als de kleur van een lettertype of grafisch element wordt veranderd, kan deze – met andere kleuren – volgens de specificaties van de gebruiker worden geïndividualiseerd.

² Bron: ETHENEA; stand per 27.03.2015: Oezbekistan, Roemenië, Zwitserland, Egypte, Peru, Turkije, Canada, Europa (ECB), Pakistan, Singapore, Albanië, Rusland, Australië, China, Denemarken, Zweden, Indonesië, Botswana, Israël, India, Polen, Thailand, Zuid-Korea.

³ Bron: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20150318a.htm>



Grafiek 1: Fed: inschatting van de FOMC-leden hoe hoog de beleidsrente op lange termijn en aan het einde van het desbetreffende jaar zou moeten zijn*

Afhankelijk van de cijfers betekent dat de twaalf stemgerechtigde leden van het FOMC⁴ tijdens elke bijeenkomst moeten aangeven of een verhoging van de beleidsrente in het licht van de taak van het FOMC - het bewaken van de prijsstabiliteit, de werkloosheid en de wisselwerking daartussen - op dat moment naar hun mening juist en zinvol is. Ondanks de ingewikkelde zinsconstructie klinkt deze taak in principe misschien helemaal niet zo gecompliceerd. Met de prijsstabiliteit (inflatie) en de werkloosheid (werkloosheidsquote) zouden slechts twee factoren van invloed zijn op het beslissingsproces, waardoor er eigenlijk geen sprake zou hoeven zijn van informatie-asymmetrie. Daarom is het verbazingwekkend dat er toch zeer grote verschillen tussen de inschattingen van de individuele FOMC-leden zitten (grafiek 1). Per slot van rekening gaat het hierbij om de personen die uiteindelijk de beslissingen moeten nemen. Sommigen zijn van mening dat de beleidsrente tot eind 2015 ongewijzigd moet blijven terwijl anderen vinden dat die dan al meer dan 1,5 % zou moeten zijn (voor 2016 is de discrepantie nog groter). Pas als we inzoomen op de details wordt iets van de ware problematiek zichtbaar:

1. Je hebt inflatie en inflatie.⁵ Zo zijn er behalve de consumentenprijsinflatie (*Consumer Price Index*, CPI) en de producentenprijsinflatie (*Producer Price Index*, PPI) nog diverse andere indices die qua weging en samenstelling van de afzonderlijke componenten alleen al in de VS sterk van elkaar verschillen. Als we bijvoorbeeld alleen naar de kerninflatie kijken, verdwijnt zelfs het op dit moment deflatoire effect van de olieprijsontwikkeling uit beeld.

2. Je hebt werkloosheid en werkloosheid. Als we enkel en alleen naar de werkloosheidsquote kijken, blijven veel kwalitatieve en

kwantitatieve factoren buiten beschouwing. Toch zijn deze van belang om de houdbaarheid van de ontwikkeling te kunnen beoordelen. Zo spelen ook de participatiegraad, de voltijd- en deeltijdquote, de sectorspreiding van nieuw gecreëerde banen, de ontwikkeling van de lonen en allerlei andere factoren een belangrijke rol.

3. Wat niet mag worden vergeten is dat monetaire beleidsbeslissingen tot doel hebben toekomstige ontwikkelingen te sturen en te beïnvloeden. Naast actuele en historische waarden zijn daarom ook prognoses onontbeerlijk. In dit opzicht bestaat er een zeer grote onzekerheid, want zelfs de meest doorwrochte macro-economische modellen slagen er geregeld niet in de toekomstige ontwikkeling adequaat te voorspellen.

4. Tot slot nog een laatste belangrijk punt, dat meestal verdrongen wordt: de beslissingen worden niet door een computer of door een kwantitatief model genomen, maar door mensen. Zodoende is er naast alle objectieve factoren ook altijd een sterk subjectieve component als het gaat om interpretaties, ervaringen, de weging van afzonderlijke factoren, enzovoorts. Dat er ondanks dezelfde doelen en dezelfde informatie toch sterk afwijkende, of soms zelfs tegenstrijdige meningen, kunnen ontstaan weet iedereen die wel eens op een zaterdag inkopen gaat doen bij een bepaalde geel-blaauwe meubelzaak.

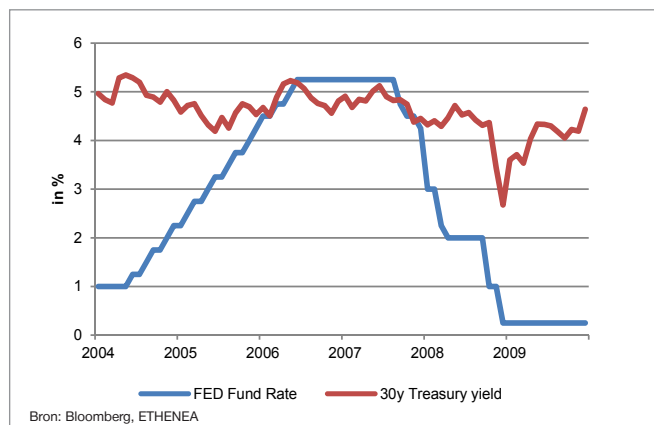
Als we met deze vier overwegingen rekening houden, wordt duidelijk waarom de inschattingen van de betrokken personen zo sterk uiteen kunnen lopen. Het is voor economen dan ook lastig om het hele proces en het tijdstip van de renteverhoging door de Fed te voorspellen, vooral vanwege punt 4 ten aanzien van de FOMC-leden. Dat het bovendien niet om een statisch probleem gaat, maar om een situatie die onder invloed van nieuwe informatie steeds kan veranderen, maakt het er niet eenvoudiger op.

De uitspraak dat het probleem zeer complex en met veel onzekerheid omgeven is, is weliswaar niet principieel onjuist, maar zegt in feite niets. Daarom hebben we de volgende drie mogelijkheden:

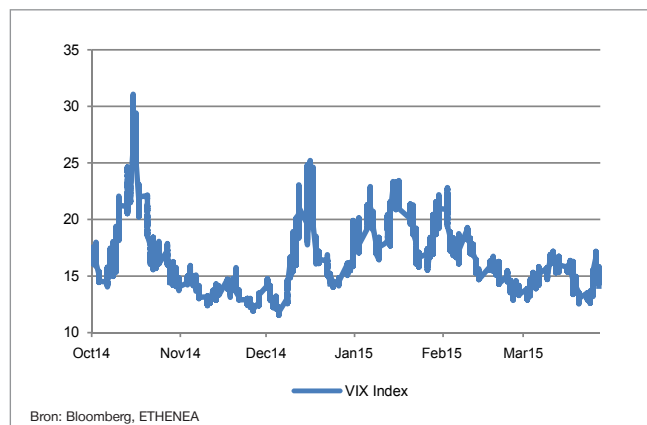
- A) We zetten een vraagteken bij de vraag.
- B) We proberen ondanks alles zo goed mogelijk te voorspellen wanneer de Fed de beleidsrente gaat verhogen.
- C) We gebruiken het contactformulier op de homepage van de Fed in de hoop dat die ons, als we het maar beleefd en vaak genoeg vragen, het tijdstip alvast meedeelt.⁵

⁴ Bron: <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomc.htm>

⁵ Bron: <http://www.federalreserve.gov/apps/contactus/feedback.aspx>



Grafiek 2: Laatste rentecyclus van de Fed



Grafiek 3: VIX-index: de indicator voor de onzekerheid op de financiële markten.

A) We trekken de vraag in twijfel.

Vicevoorzitter van de Fed Stanley Fischer formuleerde het in februari 2015 als volgt:

*"There has been 'excessive attention' paid to the issue of when rates will be lifted, and not enough attention to what happens with short-term rates once they've been boosted off of their current near-zero levels... watchers and market participants need to start thinking more about rate rises will proceed over time."*⁶

Er is tegenwoordig een enorme focus op het "wanneer". Het "hoe" daarentegen wordt door veel marktpartijen ten onrechte verwaarloosd, hoewel het in het huidige klimaat een veel grotere rol speelt. In een mislukt veldexperiment heeft de Fed onder Alan Greenspan in de periode van 2004 tot 2007 in elk geval al gedemonstreerd hoe het pad van de renteverhoging er niet zal uitzien (grafiek 2). Destijds werd de rente in 17 opeenvolgende zittingen verhoogd, wat uitmondde in drie QE-programma's plus een jarenlang nulrentebeleid om het systeem in stand te houden. De dotplot in grafiek 1 laat dit duidelijk zien. Vergeleken met december is zowel de mediaan van de FOMC-leden als de standaardafwijking van de verdeling duidelijk gedaald. Indirect betekent dit dat de rentecyclus dit keer voorzichter en aanzienlijk langzamer zal worden aangepakt. De Fed heeft dus al bij voorbaat toegegeven dat het geen geautomatiseerd proces wordt, dat er wellicht tijdens verschillende zittingen na een renteverhoging niets wordt ondernomen en dat de rente desnoods weer kan worden verlaagd. Dit hangt uiteindelijk af van de manier waarop de Amerikaanse economie op de renteverhogingen reageert. Met andere woorden, de Fed zal de tarieven slechts langzaam verhogen, en pas als de economie naar haar oordeel de nieuwe stap aankan.

Voordat we ingaan op de effecten voor de korte rentes en de volatiliteit, willen we enkele woorden wijden aan de ontwikkeling van de lange rentes. Zoals uit grafiek 2 blijkt, bleven de rentes op lange termijn vrijwel onveranderd, zelfs bij de laatste, zeer extreme rentecyclus. De reden hiervoor is simpel: terwijl de korte rentes sterk door de beleidsrente worden beïnvloed, zijn de lange rentes in de eerste plaats een afspiegeling van de economische groei en de inflatieontwikkeling. Aangezien de Fed er bij de huidige cyclus naar streeft beide grootheden binnen een bepaalde bandbreedte te houden, verwachten wij dat de lange rentes stabielere zullen zijn dan de rentes aan het korte einde. Dit betekent dat men zich hier goed kan positioneren zonder direct negatieve invloed te ondervinden van een renteverhoging.

Voor de korte rentes ziet het beeld er anders uit. Deze zijn rechtstreeks van invloed op de dollar. Aangezien het exacte tijdstip van de eerste renteverhoging niet bekend is, nemen de onzekerheid en de volatiliteit op de kapitaalmarkten toe. De mededeling van de Fed dat ze *op basis van de cijfers* beslist, heeft tot gevolg dat de markdeelnemers zich op alle gepubliceerde cijfers storten en zich daardoor laten leiden. Grafiek 3 toont de VIX-index, die de onzekerheid van de marktpartijen sinds de beëindiging van de monetaire verruiming (QE) weergeeft. Zelfs een waarde van 15 is al als hoog te beschouwen. Intraday zien we echter nog sterkere uitslagen, die de grote onzekerheid weerspiegelen. Deze onzekerheid vertaalt zich op korte termijn in relatief sterke schommelingen op de valuta-, obligatie- en aandelenmarkten. In een dergelijk klimaat is een regelmatige tactische aanpassing noodzakelijk om de neerwaartse volatiliteit van de fondsen te beperken. Tegelijkertijd biedt het allerlei interessante mogelijkheden om posities op te bouwen, aangezien volatiliteit juist ook kansen schept. Dit vereist echter een stabiel macro-economisch vooruitzicht voor de middellange termijn:

⁶ "Er is 'te veel aandacht' voor de vraag wanneer de rente wordt verhoogd, en te weinig voor de vraag wat er met de korte rentes, die nu rond het nulpunt staan, gebeurt zodra ze worden verhoogd... waarnemers en marktdelnemers moeten meer gaan nadenken over de manier waarop de renteverhogingen in de loop van de tijd worden doorgevoerd." Bron: <http://blogs.wsj.com/economics/2015/02/27/fischer-says-fed-sees-rate-rise-sometime-this-year/>

- De USD zal stijgen ten opzichte van de EUR als gevolg van de toenemende monetaire divergentie tussen de twee valutaruimtes.
- De lange rentes zullen minder sterk door de renteverhoging worden beïnvloed dan de korte rentes. Daardoor zullen er in dit segment aantrekkelijke papieren te vinden zijn.
- Aangezien de Fed de beleidsrente voorzichtig zal verhogen om de economische groei niet te sterk af te remmen, zullen ook de credit spreads relatief stabiel blijven. Zodoende blijven in USD luidende bedrijfsobligaties zeer aantrekkelijke beleggingskansen bieden.
- De Amerikaanse aandelenmarkten zullen, op enkele uitzonderingen na, ook tijdens een renteverhogingscyclus stabiel blijven en niet instorten.

B) We proberen zo goed mogelijk te voorspellen, wanneer de Fed de beleidsrente gaat verhogen.

Omdat de indruk zou kunnen ontstaan dat wij het niet van belang zouden vinden *wanneer* de Fed de tarieven verhoogt, willen wij hier nog even kort op dit onderwerp ingaan. In onze ogen is het wel degelijk van belang zo nauwkeurig mogelijk te voorspellen wanneer de eerste renteverhoging te verwachten is. Maar zoals reeds gezegd, de manier waarop

dit gebeurt en de gevolgen van de grote onzekerheid die nu heerst, zijn veel belangrijker. Op dit moment gaan wij ervan uit dat de Fed in september tot een eerste renteverhoging overgaat. Realistisch gezien kunnen we echter ook niet uitsluiten dat de verhoging al in juni of juist later in het jaar komt, aangezien deze afhangt van de ontwikkeling van de macro-economische cijfers. Uit de cijfers moet eerst nog blijken of de economische groei in het eerste kwartaal daadwerkelijk is vertraagd of dat er, zoals wij nu geneigd zijn te denken, slechts sprake is van een "soft patch". Aangezien aan de uitwerking van dit onderwerp wel een aparte marktcommentaar zou kunnen worden gewijd, willen wij hier in dit bestek niet verder op ingaan.

C) We gebruiken het contactformulier op de homepage van de Fed in de hoop dat die ons, als we het maar beleefd en vaak genoeg vragen, het tijdstip alvast meedeelt.

Zoals al verschillende keren gezegd, is het tijdstip van de eerste renteverhoging niet zo bepalend als het pad dat de Fed daarbij volgt. En al komt de heersende onzekerheid tot uiting in een hogere volatiliteit, moet men altijd bedenken dat volatiliteit ook kansen schept. De vraag die uit de huidige situatie volgt, is dus niet: is de lucht echt R0 G34 B68 of toch R165 G190 B255, maar eerder: wat betekent een blauwe lucht en wat is de reactie daarop?

Macro-economische vooruitzichten >>

De sinds begin dit jaar gepubliceerde economische cijfers in Europa bevestigen ons beeld dat de economie aantrekt. Aangezien er verschillende groeiaanjagers zijn, hebben we er vertrouwen in dat de activiteit dit jaar verder zal toenemen. In de belangrijkste economieën van de eurozone (Duitsland, Frankrijk, Spanje en Italië), die samen goed zijn voor ongeveer driekwart van het bbp van de eurozone, groeit de export in een fors tempo. De doorgevoerde hervormingen en de zwakke euro hebben bijgedragen tot de verbeterde concurrentiepositie van deze landen.⁷ Wat volgens ons nog belangrijker is, is dat de binnenlandse vraag, die de grootste rem op de groei was, weer aantrekt. In alle grote economieën van de eurozone neemt de consumptie weer toe dankzij de iets betere werkgelegenheidsvooruitzichten en het toegenomen consumentenvertrouwen. Wat de investeringen betreft, is het de BBP-component, die het zwaarst is getroffen door de crisis en de ontwikkeling ervan is onevenwichtig. In Duitsland en Spanje zijn de kapitaaluitgaven positief, in Italië en Frankrijk blijven ze echter afnemen. Geherkapitaliseerde banken, dalende rente en ruime liquiditeit gecombineerd met een beter vooruitzicht zouden moeten leiden tot aantrekkende investeringen.

Naar aanleiding van de stroom van positieve economische indicatoren heeft de ECB voor het eerst sinds de financiële crisis de groeivoorspelling opwaarts bijgesteld. Deflatie, wat twee maanden terug nog een groot punt van zorg was, verdween helemaal uit beeld bij beleggers toen duidelijk werd dat de ECB een omvangrijk activa-opkoopprogramma (kwantitatieve verruiming, QE) zou opstarten en dat de groei zich herstelde. Daarbij moet echter worden opgemerkt dat in maart de inflatiecijfers negatief waren (-0,1 %) en dat de kerninflatie, weliswaar positief, vertraagde en +0,6 % bedroeg. Bij een vertragende activiteit zal het inflatiespook weer opdoemen.

Enkele weken geleden, op 9 maart, is in Europa de QE van start gegaan. Gezien de daling van de rente in Europa - met Griekenland als begrijpelijke uitzondering - kunnen we stellen dat de ECB zeer succesvol is geweest. Het programma zou tot september 2016 moeten aanhouden; anders gezegd, er zijn nog 17 maanden van lage rente en ruime liquiditeit. Wij zijn van mening dat deze omstandigheden gunstig zijn voor het begin van een kredietcyclus.

⁷ Bron: Eurostat

Zelfs nu de eurozone duidelijk economische vooruitgang heeft geboekt, blijven er grote verschillen in de regio en is het herstel kwetsbaar. De eurocrisis is niet opgelost. Griekenland draait bij de gratie van de ECB, die het land een kortetermijn-liquiditeitsprogramma verschaft. Er zijn geen overloopeffecten van de toestand in Griekenland naar andere lidstaten van de eurozone. Als de groei echter zou vertragen, zal de eurocrisis in volle hevigheid terugkeren.

De economische statistieken in de VS bieden sinds begin dit jaar een complexer en minder rooskleurig beeld. Bijna alle economische cijfers wijzen op een vertraging in het 1e kw. 2015. De belangrijkste vraag is of dit van voorbijgaande aard is en wat de gevolgen zijn van een eerste renteverhoging door de Fed.

Er zijn verschillende factoren die de vertraging van de Amerikaanse economie verklaren. De eerste is van zeer tijdelijke aard. In januari werden de staten in het midden en oosten van de VS door sneeuwstormen getroffen en in februari waren de temperaturen extreem laag; dit vormde een rem op de bouwwerkzaamheden. Net als gedurende het 1e kw. 2014, hadden de barre winterse omstandigheden een negatief effect op de Amerikaanse economie. Twee andere factoren zijn van cyclische aard en hebben elkaar waarschijnlijk opgeheven. Enerzijds drukt de sterke USD de export, maar anderzijds zorgt de lage olieprijs voor een aanzienlijk stijging van de koopkracht van consumenten in de VS.

De lage olieprijs is slecht voor de schalieolie-industrie. Er wordt niet meer geïnvesteerd in deze sector. De investeringen

in olie- en gaswinning zijn goed voor ongeveer 1 % van de werkgelegenheid, ongeveer 200.000 arbeidsplaatsen.⁸ De afgelopen 12 maanden zijn er 260.000 banen bijgekomen. In andere woorden, als deze werknemers ontslagen worden, zouden er over diezelfde maand gezien nog 60.000 extra banen overblijven;⁹ niet genoeg om de hele economie te doen wankelen.

Afgezien van deze factoren, die de groei nu drukken, hebben we er vertrouwen in dat de onderliggende groei zal aanhouden. De consumptie, goed voor 70 % van het bbp, wordt gesteund door de sterke arbeidsmarkt en de licht stijgende lonen. Wij zijn van mening dat de huidige zwakke groei tijdelijk is en de komende maanden weer zal aantrekken.

Wij verwachten dat tegen deze achtergrond de Fed in de tweede helft van het jaar en voor het eerst sinds de wereldwijde financiële crisis de rente weer zal verhogen. Een renteverhoging in juni is niet uitgesloten, maar lijkt momenteel onwaarschijnlijk. Dat is, zoals de Fed herhaaldelijk heeft gezegd, afhankelijk van de statistieken. En wij zijn dat ook. Dit leidt tot onzekerheid over de precieze timing van de eerste renteverhoging, de zogenaamde lift off. Volgens ons is de vraag hoe snel de Fed de beleidsrente zal verhogen belangrijker dan het moment van de eerste verhoging. Wij denken dat dit zeer geleidelijk zal gebeuren. Nogmaals, dit hangt af van de economische statistieken, waarvan er veel tussen nu en het einde van het jaar bekend zullen worden en het scenario zouden kunnen wijzigen. John Maynard Keynes, een briljante econoom, zou ooit „wanneer de feiten veranderen, verander ik van gedachte. En wat doet u?“ gezegd hebben. Dat geldt evenzeer voor de Fed als voor ons.

Auteurs >>

Guido Barthels

Portfolio Manager, CIO

ETHENEA Independent
Investors S.A.

Yves Longchamp, CFA

Head of Research

ETHENEA Independent
Investors (Schweiz) AG

* N.B.: De getallen in de grafiek worden volgens de Engelse schrijfwijze weergegeven.

⁸ Bron: Bureau of Economic Analysis

⁹ Bron: Bureau of Labor Statistics



ETHENEA
managing the Ethna Funds

Uitgever >>



(v.l.n.r.): Daniel Stefanetti, Guido Barthels, Luca Pesarini, Arnolfo Valsangiacomo, Peter Steffen en Yves Longchamp

Contact >>

Voor het beantwoorden van uw vragen en uw suggesties staan wij altijd tot uw beschikking.

ETHENEA Independent Investors S.A.
16, rue Gabriel Lippmann · 5365 Munsbach · Luxemburg
Phone +352 276 921 10 · Fax +352 276 921 99
info@ethenea.be · ethenea.be

Onderscheidingen >>



Disclaimer >>

Beleggen in een beleggingsfonds brengt zoals elke belegging in effecten en vergelijkbare activa, een risico van koers- en wisselkoersverliezen met zich mee. Hierdoor kunnen de koersen van deelnemingsrechten en de rendementen variëren en dus niet worden gegarandeerd. De kosten van de beleggingsactiviteiten van het fonds beïnvloeden het uiteindelijke beleggingsresultaat. Als bewijs van de aankoop van deelnemingsrechten gelden de wettelijk voorgeschreven verkoopdocumenten. De in dit document verstrekte gegevens dienen slechts ter beschrijving van het product en vormen geen beleggingsadvies, aanbod tot het sluiten van een adviserings- of informatieovereenkomst of aanbod tot (ver)koop van effecten. De inhoud is na zorgvuldig onderzoek tot stand gekomen en met de grootste zorg samengesteld en gecontroleerd. Voor de juistheid, de volledigheid en de nauwkeurigheid wordt geen aansprakelijkheid aanvaard. Munsbach, 31.03.2015.