



MARKTCOMMENTAAR



Geduld is een schone zaak...

De ECB en de Fed hebben de spanning tot de laatste maand van het jaar opgevoerd. Voor de marktdeelnemers rest er niets meer dan geduld uit te oefenen en zich af te vragen of in december geschiedenis zal worden geschreven.

Inhoud >>

>> [Geduld is een schone zaak...](#)

>> [Macro-economische vooruitzichten](#)





Geduld is een schone zaak...

De ECB en de Fed hebben de spanning tot de laatste maand van het jaar opgevoerd. Voor de marktdeelnemers rest er niets meer dan geduld uit te oefenen en zich af te vragen of in december geschiedenis zal worden geschreven.

Geduld is een schone zaak...iets waarover kennelijk noch de auteur, noch de kapitaalmarkt voldoende beschikt. Niettemin is geduld een gunstige eigenschap. Enerzijds is een geduldig mens in staat argumenten rustig af te wegen en zijn daden daardoor mogelijk rationeler te onderbouwen, in plaats van blindelings tot actie over te gaan. Anderzijds komen geduldige personen betrouwbaar, weloverwogen en vertrouwenswaardig over. En wie zou er niet zo willen werken? De auteur zegt daarover: *De weg is het doel.*

Janet Yellen lijkt inmiddels de reden te zijn voor het aanzienlijk gestegen percentage marktdeelnemers dat aan den lijve heeft ondervonden wat het woord *uitstelgedrag* betekent. Terwijl in de echte wereld vluchtelingen moeten worden opgevangen, in die mate dat het op een volksverhuizing lijkt, draait de wereld van de kapitaalmarkt eigenlijk maar om twee belangrijke thema's:

Wat doet Mario Draghi? En vooral: Wanneer verhoogt Janet Yellen eindelijk de rente?

Voor de laatste vraag lijkt voor de markt al beantwoord. Grafiek 1 geeft, op basis van derivaten, weer hoe waarschijnlijk het is, dat de rente tijdens de komende vergadering van het FOMC op 15-16 december wordt verhoogd. De kans daarop is inmiddels bijna 75 %. In zekere zin is het dus een *done deal*¹.

Voorts leek het voor iedereen duidelijk dat Mario Draghi begin december de geldkraan weer zou openzetten en daarmee precies het tegengestelde doen van mevrouw Yellen. Maar misschien was het teveel van het goede. De markt was

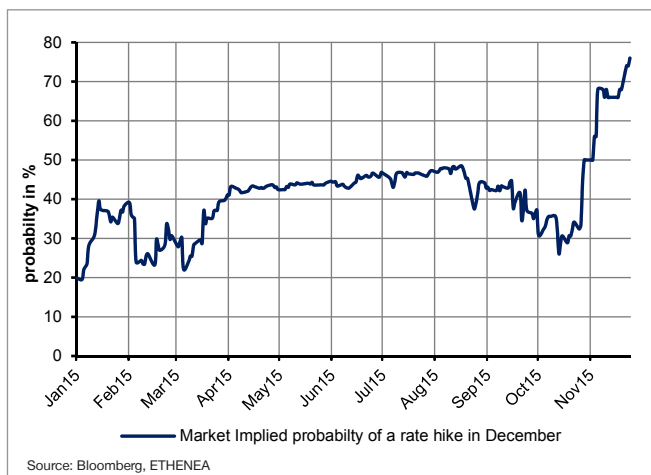
te sterk in één richting gepositioneerd en werd vervolgens teleurgesteld, toen bleek dat Sint Draghi de geldkraan toch niet zóver opendraaide. Er werd slechts besloten tot een verlaging van de depositorente tot -0,30 % en een verlenging van het obligatie-inkoopprogramma met een halfjaar tot maart 2017. Dat de marktreacties ondanks de toch redelijk inschikkelijke Europese Centrale Bank zo heftig waren, laat zien hoe afhankelijk de marktdeelnemers zijn geworden van de geschenken van de centrale banken: Europese aandelen min 3 %, rendement op Europese obligaties plus 20 basispunten en USDEUR-wisselkoers plus 4 %.² Hieruit blijkt duidelijk dat de markt zeer eenzijdig gepositioneerd was. Gewoonlijk zijn dergelijke heftige koersschommelingen van korte duur en volgt er enkele dagen later een correctie. Dat zal ook zeker deze keer het geval zijn.*

Men moet behoorlijk lang in de tijd teruggaan om een vergelijkbaar tegenstrijdig beleid van twee belangrijke centrale banken te vinden. Deze situatie deed zich voor het laatst voor in 1994, toen de Fed de rente verhoogde, terwijl de Bundesbank de richtrente verder verlaagde (Grafiek 2). Wij verwachten echter, of liever gezegd hopen dat er, afgezien van deze parallellen, niet nog meer overeenkomsten zullen zijn met 1994. Toen steeg de rente op 10-jarige Amerikaanse en 10-jarige Duitse staatsobligaties met bijna 2,5 %, terwijl de S&P en de Dax op hetzelfde niveau bleven schommelen. Dat is niet bepaald een geruststellend scenario. Afgezien van enkele marktmastodonten, zoals sommige van onze portefeuillebeheerders, zullen zeker slechts weinigen zich de kapitaalmarkt van 1994 herinneren. Veel van de huidige

* Opmerking van de redactie: Na de ECB-vergadering van 3 december 2015 werd het betreffende onderdeel van dit thema aangepast.

¹ Engels voor "een gedane zaak"

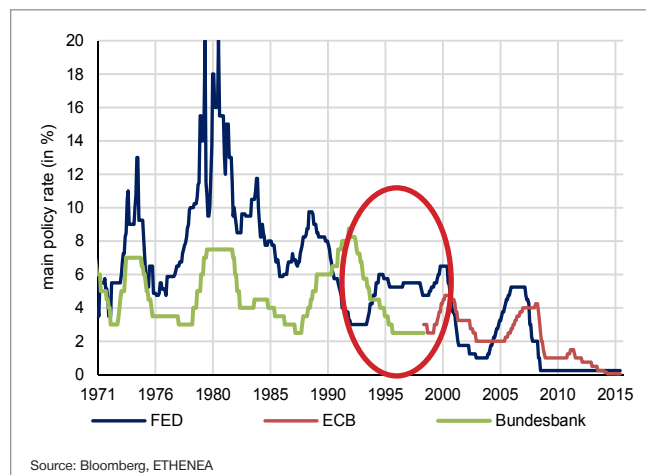
² Bron: Bloomberg



Grafiek 1: Impliciete waarschijnlijkheid van een te verwachten renteverhoging door de Fed in december 2015, op basis van Fed Funds Futures

marktdelnemers liepen in 1994 wellicht nog met een trommel om de kerstboom heen.

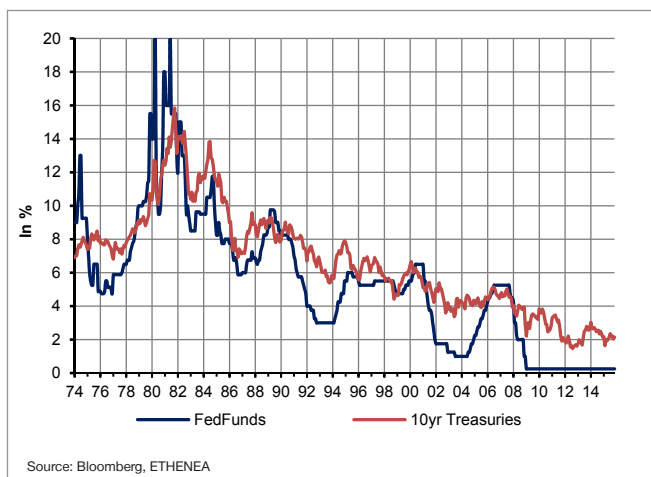
De ervaringen uit dat jaar stemmen tot scepsis of op zijn minst voorzichtigheid voor wat betreft de verdere ontwikkeling op de kapitaalmarkten *na* een mogelijke renteverhoging door de Amerikaanse centrale bank. In elk geval zijn er een groot aantal factoren ten gunste van een bescheiden renteverhoging. Ten eerste zou het bij deze renteverhoging gaan om de meest van tevoren aangekondigde koerswijziging in de geschiedenis van de mensheid. Dit terwijl die van 1994 als een complete verrassing kwam. Ten tweede verwacht de markt, op basis van de uitspraken van de Amerikaanse centrale bank, dat deze zeer behoedzaam zal opereren en slechts geleidelijk de geldmarktrente weer op een normaal niveau zal brengen. Ook in dit opzicht was de situatie in 1994 heel anders. Over een periode van twaalf maanden werd de richtrente in zeven stappen verhoogd van 3% naar 6%: drie stappen van elk 25 basispunten, twee stappen van elk 50 basispunten, een van 75 basispunten en nog een van 50 basispunten. Daarnaast kwam de eerste renteverhoging van 1994 al drie jaar na de recessie die duurde van de zomer van 1990 tot het voorjaar van 1991. Momenteel bevinden we ons al 6,5 jaar na het einde van de



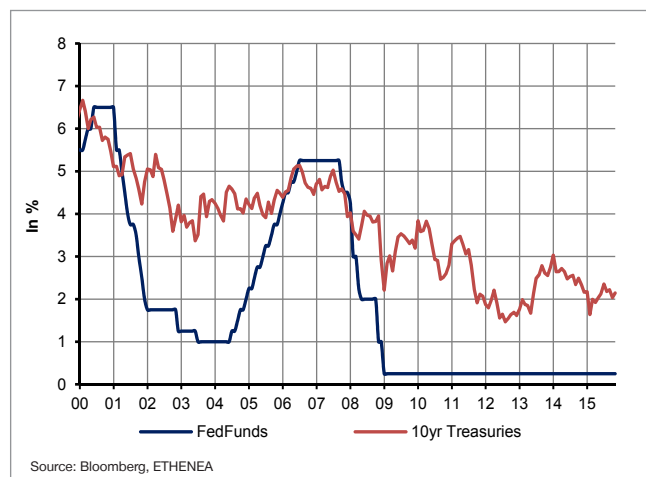
Grafiek 2: Verloop van de richtrente van de Fed, de ECB en de Bundesbank

Grote Recessie, zoals de wereldwijde crisis die volgde op het faillissement van Lehman Brothers in de geschiedenisboeken wordt genoemd. De economische cyclus is nu dus al veel verder gevorderd, zodat een vergelijkbare, significante renteverhoging door de Fed onwaarschijnlijk is.

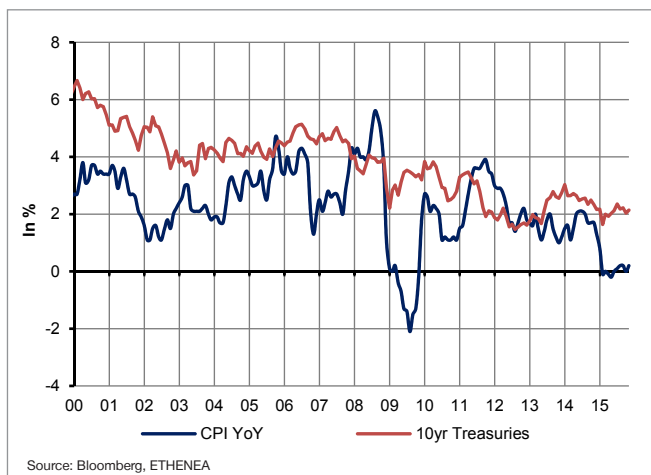
Het zou verrassend zijn als Janet Yellen, zoals eerder al in september, het geduld van alle betrokkenen nogmaals op de proef zou stellen en de rente *niet* zou verhogen. In dat geval zou de teleurstelling op de markt ongetwijfeld merkbaar zijn; de aandelenkoersen zouden dalen en de obligatiemarkten zouden doel- en richtingloos worden. Net als de meerderheid van de markt gaan wij er echter vanuit dat de rente wel verhoogd wordt. Nog belangrijker dan de renteverhoging zelf zijn de daarop volgende uitspraken van de centrale bank. Wij verwachten in elk geval een voortzetting van de zeer voorzichtige aanpak. Zoals uit de grafieken 3 en 4 blijkt, kunnen renteverhogingen door centrale banken wel degelijk zeer uiteenlopende effecten hebben op het rendement op obligaties. Grafiek 3 toont aan dat de obligatiemarkten tot aan de eeuwwisseling in de pas bleven lopen met veranderingen van de richtrente. Zij bewogen zich dus in dezelfde richting. Uit grafiek 4 blijkt dat deze samenhang sindsdien echter afgenomen is, iets wat volgens



Grafiek 3: Historisch overzicht van de Amerikaanse richtrente en het rendement op 10-jarige staatsobligaties



Grafiek 4: Kort historisch overzicht van de Amerikaanse richtrente en het rendement op 10-jarige staatsobligaties

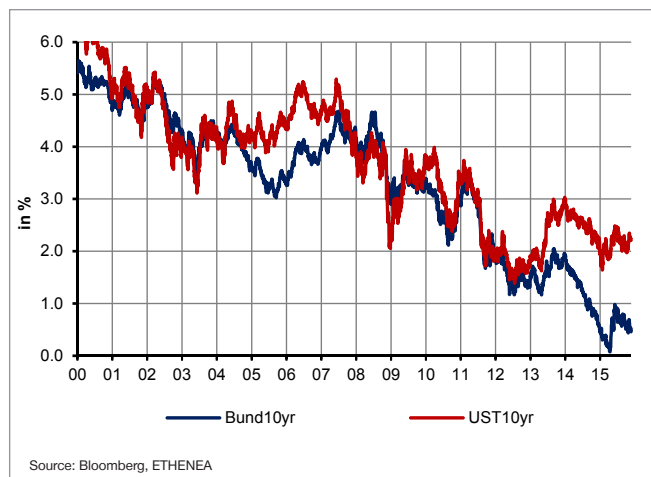


Grafiek 5: Ontwikkeling van de consumentenprijsindex en het rendement op staatsobligaties

ons ligt aan de sterkere *Forward Guidance* van de Amerikaanse centrale bank, waardoor de markten beter inzicht krijgen in het beoogde effect van de interventies. Desondanks is het nauwelijks verrassend dat de centrale banken er regelmatig in slagen de markten te verrassen.³

Maar wat beïnvloedt nu duurzaam het rendement op langlopende staatsobligaties? Grafiek 5 bevestigt de intuïtie dat de inflatie daarbij een wezenlijke rol speelt. Zolang de inflatieverwachtingen laag blijven, hoeft geen significante renteverhoging te worden verwacht. Aangezien de actuele inflatieverwachtingen (Grafiek 6) nog steeds duidelijk onder het door de ECB vooropgestelde streefcijfer van 2 % liggen, lijkt het risico op een sterke verhoging van de lange rente vooralsnog niet erg hoog.

Integendeel – op grond van het momenteel zeer grote renteverval tussen Europa en de VS vinden wij de Amerikaanse rente voorlopig nog zeer aantrekkelijk (Grafiek 7). En wel *ondanks*, of misschien wel juist *vanwege*, de (mogelijke)

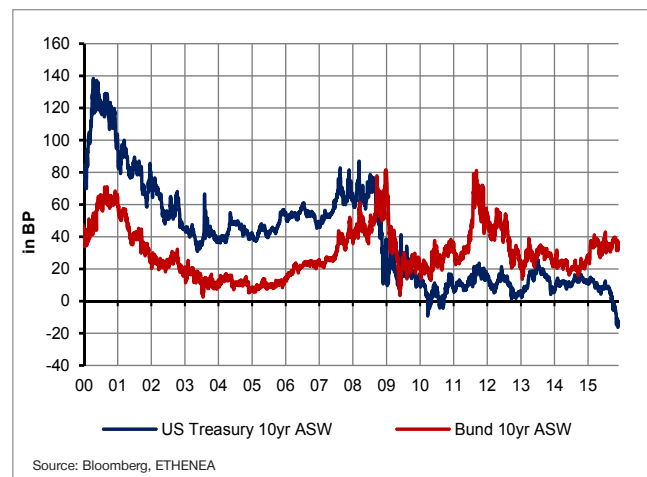


Grafiek 7: Ontwikkeling van het rendement op 10-jarige Amerikaanse Treasuries en Bunds*



Grafiek 6: Inflatieverwachtingen weergegeven als *forward inflation swaps**

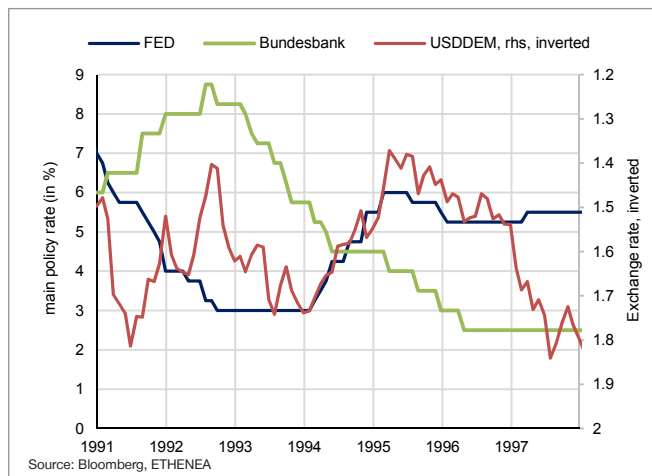
renteverhoging door de Amerikaanse centrale bank. Dit verschil is in het segment bedrijfsobligaties zelfs nog meer uitgesproken. In plaats van een verschil van 175 basispunten bij staatsobligaties loopt dit bij obligaties van dezelfde onderneming, zoals bijvoorbeeld Daimler-Benz, soms zelfs op tot bijna 250 basispunten.⁴ Reden daarvoor is dat bedrijfsobligaties anders verhandeld worden op de markten. In de EUR-markt wordt de koers van dergelijke obligaties vastgesteld op basis van de renteswapcurve. In de USD-markt daarentegen worden overeenkomende staatsobligaties als vergelijkingsbasis gebruikt om de waarde van bedrijfsobligaties te bepalen. Door de waarschijnlijk tijdelijke anomalie in de Amerikaanse markt (Grafiek 8) zijn bedrijfsobligaties daar relatief gunstiger geworden dan in de EUR-markt. Deze anomalie, dat Amerikaanse staatsobligaties een hoger rendement opleveren dan een renteswap, kan volgens analisten nog wel enige tijd aanhouden. Als redenen daarvoor worden zowel veranderingen in de regelgeving als het grote aanbod van Amerikaanse staatsobligaties uit Azië genoemd. Aangezien wij als vermogensbeheerder niet actief zijn in de swapmarkt,



Grafiek 8: Ontwikkeling van asset-swap spreads op 10-jarige Amerikaanse Treasuries en Bunds*

³ U kunt daar meer over lezen in onze Marktcommentaar van november met de titel [Alweer een verrassing](#).

⁴ Bron: Bloomberg



Grafiek 9: Verloop van de rente van centrale banken en van de wisselkoers van de DEM ten opzichte van de USD*

is deze voor ons eigenlijk niet zo relevant – behalve dan als marktinformatie en zelfs als koopkans voor bedrijfsobligaties met een gunstige waardering.

Laten we ten slotte ook nog even kijken naar de valuta's. Hoewel de marktconsensus ervan uitgaat dat de wisselkoers van de USD ten opzichte van de EUR eigenlijk wel richting pariteit *moet* bewegen, zijn wij daar eerder sceptisch over. De markt schijnt zeer eenzijdig gepositioneerd te zijn, dus USD *long* en EUR *short*. De ervaring leert bovendien dat hetgeen voor de hand ligt maar zelden juist is. Laten we nog

één keer naar het jaar 1994 kijken. Hoewel de Amerikaanse centrale bank de rente, zoals al vermeld, over een jaar met 3 % verhoogde en de Bundesbank de Duitse rente tegelijkertijd met meer dan 1 % verlaagde, *verloor* de USD in dezelfde periode meer dan 20 % aan waarde (Grafiek 9). De wisselkoers ten opzichte van de DEM ging van 1,76 naar 1,35. Mocht de Amerikaanse dollar nu hetzelfde gedrag vertonen, dan zou de wisselkoers ten opzichte van de EUR moeten dalen van momenteel 1,06 naar meer dan 1,25. Zo'n (hypothetisch) waardeverlies zou natuurlijk grote gevolgen hebben, onder andere voor de inflatie, met name binnen de eurozone. Maar dat is natuurlijk pure speculatie.

Wij wachten nu min of meer geduldig de maatregelen van de centrale banken af en hopen op het beste, maar zijn op het ergste voorbereid.

Auteurs >>

Guido Barthels

Portfolio Manager, CIO

ETHENEA Independent
Investors S.A.

Yves Longchamp, CFA

Head of Research

ETHENEA Independent
Investors (Schweiz) AG

Macro-economische vooruitzichten >>

In het derde kwartaal blijft de economie zowel in de VS als in de eurozone verder groeien. Volgens de BBP-cijfers groeide de Amerikaanse economie in het derde kwartaal in vergelijking met het tweede kwartaal met 2,1 % op jaarbasis. Dit is ongeveer tweemaal zo snel als de economie in de eurozone, die met 1,2 % op jaarbasis groeide. Deze cijfers zijn in overeenstemming met de consensusverwachtingen voor 2015 van een gemiddelde groei van 2,5 % in de VS en 1,5 % in de eurozone.

Met dit in gedachten lijkt de uitverkoop van aandelen van augustus niet te berusten op fundamentals, maar eerder op een te pessimistische interpretatie van de slecht gecommuniceerde waardedaling van de renminbi door de People's Bank of China. Deze devaluatie werd namelijk beschouwd als een reactie op een plotselinge en sterke neergang van de economische activiteit in China, en niet als een noodzakelijke stap naar internationalisering van de renminbi en de integratie ervan in het mandje SDR (Special Drawing Right) van het IMF. We mogen niet vergeten dat de angst van beleggers over China verder aangewakkerd en zelfs versterkt werd door de twee machtigste centrale banken van de wereld, zijnde de Fed en de ECB. Vervolgens heeft de Fed haar eerste renteverhoging uitgesteld en heeft de ECB voortdurend herhaald dat de groeivertraging in de opkomende landen een grote risicofactor is voor de Europese economie en derhalve het scenario van downside risk verder bevestigt.

De auteur neemt hier de vrijheid voor een korte persoonlijke uiteenzetting. Hij herinnert zich goed een conferentie in New York, die hij ongeveer twee maanden geleden heeft bijgewoond. Een van de hoofdsprekers, de voormalige Fed-voorzitter Ben Bernanke, zei toen: "De treurige waarheid is dat wij geen idee hebben van wat de economie *nu* eigenlijk precies doet." Daarbij ligt de nadruk op *nu*, want wij weten feitelijk pas maanden later wat er werkelijk is gebeurd. Nadat hij deze zin had uitgesproken, voegde hij daar nog snel aan toe: "Maar de Fed weet wat ze niet weet". De belangrijkste les die wij uit deze uitspraken kunnen trekken, is dat de goed geïnformeerde centrale bankiers zeker niet alwetend zijn en dat hun woorden met enige voorzichtigheid moeten worden geïnterpreteerd. Hetzelfde geldt natuurlijk ook voor economen.

Om terug te komen op het eigenlijke thema, de economische activiteit was in het derde kwartaal te vergelijken met de voorgaande maanden. De particuliere consumptie was de belangrijkste drijver voor groei, de investeringen bleven daarentegen zwak en de internationale handel remde de economie juist af. Binnen Europa nam Duitsland in zijn eentje ongeveer een derde van de groei voor zijn rekening, Frankrijk en Spanje elk een vierde. Italië leverde net zoals in de twee voorgaande kwartalen weer een positieve bijdrage aan de groei van de Europese economie. Deze vier economieën zijn hiermee goed voor 75 % van het geaggregeerde BBP van de eurozone en voor vrijwel de gehele groei.

Zowel in de VS als in de eurozone volgde de cyclus van de particuliere consumptie de cyclus van de arbeidsmarkt. Maar daar blijft het dan ook bij voor wat betreft de overeenkomsten tussen beide economieën. In de VS ligt de totale werkgelegenheid ongeveer 3,1 % en de consumptie ongeveer 11,7 % *boven* het hoogste niveau ooit. In de eurozone daarentegen liggen de werkgelegenheid en de particuliere consumptie nog altijd respectievelijk 2,2 % en 0,1 % *onder* het hoogste niveau ooit. In de eurozone moet dus nog een achterstand worden ingehaald, in de VS niet meer.

Nu de werkloosheid (bijna) in evenwicht is, stijgt de kans dat de dynamiek op de Amerikaanse arbeidsmarkt verandert. Dit betekent dat de output gap in de VS gesloten is, waardoor het steeds moeilijker wordt om nieuwe arbeidskrachten te vinden en de lonen dus zullen gaan stijgen. Dat is het juiste moment voor de centrale bank om de rente te verhogen. Daarom verwachten wij dat de Fed in december eindelijk de stap zal wagen. Voor de consumptie zijn hogere lonen natuurlijk een pluspunt. Bovendien zou de consumptiecyclus langer kunnen aanhouden dan verwacht, indien de consumentenkredieten dit jaar net zoals voorheen snel blijven groeien. De laag hangende vruchten⁵ werden overigens al geoogst. Daarom zal de groei van de consumptie waarschijnlijk niet verder versnellen.

In de eurozone ziet het er totaal anders uit. Het werkloosheidspercentage bedraagt maar liefst 10,8 % en de reële consumptie ligt nog altijd onder het historische hoogtepunt. Er moeten

⁵ Het begrip "laag hangende vruchten" is een metafoor voor een eenvoudig te verrichten taak en houdt een voor de hand liggende mogelijkheid tot succes in omdat die gemakkelijk te realiseren is en niet veel moeite kost", Bron: https://de.onpage.org/wiki/Low_hanging_fruits

nog heel veel achterstanden worden ingehaald, vooral in de Europese periferie. Maar de arbeidsmarkt vertoont duidelijke tekenen van herstel, het consumentenvertrouwen verbetert en de consumentenkredieten nemen toe. In het tweede kwartaal werden volgens de laatste beschikbare cijfers bijvoorbeeld bijna een half miljoen arbeidsplaatsen gecreëerd. Daarmee is dit het beste kwartaal van de afgelopen zeven jaar. Wij verwachten dat de consumptie in Europa de komende kwartalen verder aantrekt.

De investeringen zijn daarentegen zowel in de VS als in Europa zwak. Dit is een direct gevolg van de zwakke wereldwijde productiecycclus, de slechte groeivoorzichten voor de wereldeconomie en de sterke Amerikaanse dollar. De laatste beschikbare vooruitlopende indicatoren voor de productie in de VS vielen echter tegen. De ISM-Inkoopmanagersindex daalde tot de laagste stand sinds de wereldwijde financiële crisis en wijst zelfs op een recessie. De indicatoren voor de investeringsuitgaven die wij zelf ontwikkeld hebben wijzen eveneens op een lichte teruggang. In Europa is de situatie bemoeiigender, maar nog altijd fragiel. Volgens de ISM-Inkoopmanagersindex heeft de industriële productie iets aan momentum gewonnen. Terwijl de kredietimpulsen voor niet-financiële ondernemingen vlak gebleven zijn, zijn de voorwaarden voor bankkrediet versoepeld en de indicatoren voor de vraag naar krediet van ondernemingen zijn verbeterd, met name bij KMO's.

Tot slot gaan we wat dieper in op de eerder vermelde internationale handel. Deze remde de groei duidelijk af, wat niet alleen te wijten is aan de algemene zwakke wereldwijde vraag, maar ook aan de sterke Amerikaanse dollar. Opmerkelijk is echter dat de netto-export noch in de VS, noch in Europa een belangrijke rol heeft gespeeld bij de groei.

Wat de inflatie betreft, worden de komende drie maanden vermoedelijk echt interessant, aangezien wij een stijging verwachten van ongeveer één procentpunt. Op dit moment stagneert de algemene inflatie aan beide zijden van de Atlantische Oceaan op ongeveer nul. De hoofdrede daarvoor is ongetwijfeld de gedaalde olieprijs, die een enorme deflatoire druk uitoefent. Dit basiseffect, d.w.z. het effect van een dalende olieprijs op de inflatie, zal in de komende drie maanden steeds zwakker worden en de inflatie zal systematisch stijgen. Daarmee zal het deflatierisico waarschijnlijk ook weer snel vergeten zijn.

Gezien de snellere groei van de economie in de eurozone en een stijgende inflatie is de terughoudendheid van de ECB naar onze mening tamelijk verrassend. Het verder negatief drijven van de rente en een nieuwe liquiditeitsinjectie zullen namelijk niet tot meer inflatie leiden, noch zal het de kredietverlening bevorderen. Maar het zou landen met een hoge schuldenlast wel helpen om zich tegen gunstige voorwaarden te herfinancieren, hun begrotingstekorten beter aan te pakken en de noodzakelijke hervormingen tegen lage kosten door te voeren. Dit is een extra reden om optimistisch te zijn over de Europese economie.



Auteur >>

Yves Longchamp, CFA

Head of Research
ETHENEA Independent Investors (Schweiz) AG



ETHENEA
managing the Ethna Funds

Uitgever >>

De vertegenwoordigers van het Portfolio Management Team en de Head of Research



(v.l.n.r.): Daniel Stefanetti, Guido Barthels, Luca Pesarini, Arnoldo Valsangiacomo, Peter Steffen en Yves Longchamp (Head of Research bij ETHENEA Independent Investors (Schweiz) AG)

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 · Luxembourg
Phone +352 276 921 10 · Fax +352 276 921 99
info@ethenea.be · ethenea.be

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, 30.11.2015.