



# MARKTCOMMENTAAR

## System error >>

Op 17 september bleef de eerste renteverhoging van de Amerikaanse centrale bank, waarop wij hadden gehoopt, uit. Als de Fed nog langer aan haar uitstelleritis vasthoudt, krijgen we beslist nog een of andere foutmelding.

## Inhoud >>

>> System error

>> Macro-economische vooruitzichten



## System error

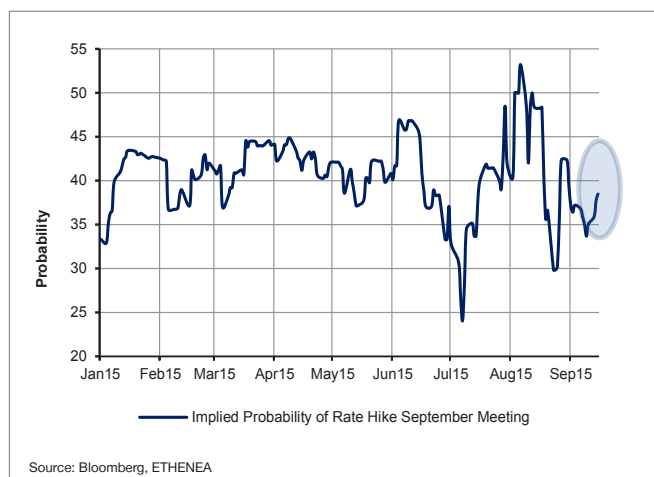


**Op 17 september bleef de eerste renteverhoging van de Amerikaanse centrale bank, waarop wij hadden gehoopt, uit. Als de Fed nog langer aan haar uitstelleritis vasthoudt, krijgen we beslist nog een of andere foutmelding.**

We kennen allemaal het gevoel van hulpeloosheid dat ons bekruipt als onze pc weer eens *in staking gaat* en quasi onbegrijpelijke foutmeldingen geeft. Zeker wanneer dan, na het aanklikken van de OK knop, ook nog eens het scherm blauw wordt en je beseft dat je, tegen alle goede voornemens in, al lang geen back-up meer had gemaakt van de harde schijf. Op dat moment hoop je vurig dat de pc toch alsjeblieft nog één keer plotseling aanspringt, zodat je je meteen op gepaste wijze en tot in de kleinste details kunt wijden aan het thema gegevensback-up.

Een gelijkaardig gevoel overviel ons toen wij op de avond van 17 september achter onze computerschermen zaten en met verbazing nota namen van de beslissing van de Amerikaanse centrale bank om de rente niet te verhogen. Nadat mevrouw Janet Yellen tijdens de persconferentie als voornaamste beweeg-

reden voor het niet handelen van de Fed haar bezorgdheid over de internationale ontwikkelingen aanvoerde, hadden wij ons zogenaamde *blue screen*-moment. Hoewel de kapitaalmarkten een renteverhoging door de Fed op 17 september slechts voor 38 % waarschijnlijk achtten, waren wij ervan overtuigd dat de Fed wel moest optreden (Grafiek 1). De Amerikaanse economie was solide en de werkgelegenheidscijfers in de VS lieten eigenlijk alleen maar een stijging zien – twee factoren die als zodanig pleiten voor het begin van een normalisering van het rentebeleid. En laten we eerlijk zijn: de door ons verwachte renteverhoging van 0,25 % bovenop de nog altijd nietige 0,5 % zou de Amerikaanse economie niet op de knieën krijgen, zelfs al zou deze te vroeg komen. De communicatie van de FOMC-leden in de voorgaande maanden bereidde de kapitaalmarkt al voorzichtig voor op een eerste renteverhoging. Als deze dan ook gekomen was, zou het beslist de meest verwachte renteverhoging in de geschiedenis van de mensheid zijn geworden. De Fed kwam daarentegen ontmoedigd en zwak over en gaf bovendien de indruk geen plan te hebben. Vooral deze laatste eigenschap is uiterst gevaarlijk, omdat een verdere afname van de geloofwaardigheid van de centrale bank zou leiden tot doel- en stuurloze kapitaalmarkten, wat traditioneel uitmond in sterk toenemende prijschommelingen. Juist de voorspelbaarheid van de centrale bank was het kernstuk van Ben Bernankes *forward guidance*, met andere woorden de communicatie van de centrale bank met het publiek over wat de criteria zijn op basis waarvan zij besluiten zouden nemen. Met de opkomst van het abnormale ZIRP (*Zero Interest-Rate Policy*) sinds de Lehman-affaire hebben's werelds grote centrale banken een dominante rol op zich genomen op de kapitaalmarkten en daarmee hebben ze ook een veel grotere verantwoordelijkheid dan in normale omstandigheden. De *whatever*



Grafiek 1: Impliciete te verwachten renteverhoging door de Fed in september 2015

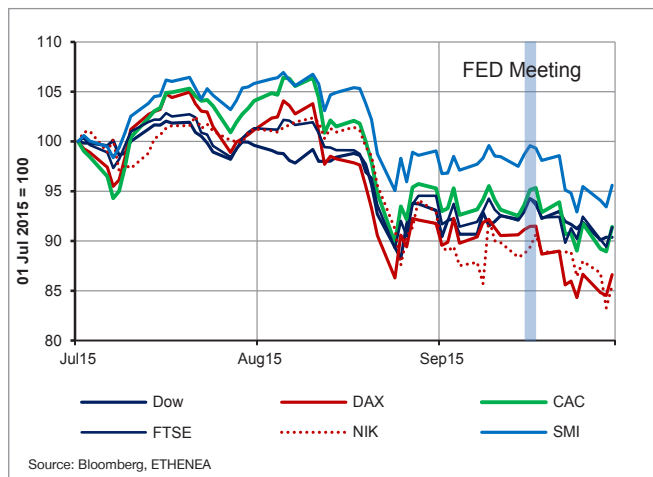
*it takes* van Mario Draghi in de zomer van 2012 markeerde het einde van de speculatie tegen de euro en ondersteunde de geloofwaardigheid van de ECB. Een veeleer onbeholpen Janet Yellen bewerkstelligt daarentegen in september 2015 het tegenovergestelde. Zij maakt de markten, die nu al achter elke struik een spook zien, onzeker. Zo zorgden de inactiviteit van de Fed in combinatie met de verwijzing naar de internationale ontwikkelingen ervoor dat de kapitaalmarkt zich onvermijdelijk moest afvragen: wat weet de Fed, dat ik niet weet? De huidige zwakke economische groei in China, waarover wij vorige maand berichtten – maakt de Fed zich daarover soms meer zorgen dan de markt?

In onzekere tijden doet elke belegger hetzelfde: hij beperkt het risico. Grafiek 2 laat het effect op de aandelenmarkt van het besluit van de Fed inzake de rente zien. Terwijl er normaal gesproken een daling van de aandelenkoersen plaatsvindt in geval van een renteverhoging, was het in dit geval precies andersom. De eerlijkheid gebiedt te zeggen dat de uitzonderlijke gevolgen van de fraude bij Volkswagen en de Glencore-story zeker ook een rol spelen. Het leeuwendeel van het vermogensverlies op de wereldbeurzen, van bijna USD 3 biljoen sinds

17 september 2015, is het gevolg van de afwezigheid van elke vorm van sturing door de Fed en daarmee samenhangend de groeiende onzekerheid.

Meer nog dan de aandelenmarkten heeft de markt voor non-investment-grade-bedrijfsobligaties geleden (Grafiek 3). De afnemende risicobereidheid die we al op de aandelenmarkten konden waarnemen, stuitte hier op de uiterst gebrekkige marktliquiditeit, waarover we in de vorige Marktcommentaar<sup>1</sup> hebben geschreven. Het resultaat was een minicrash in dit specifieke marktsegment, die aan de Amerikaanse kant van de Atlantische Oceaan duidelijk meer impact had dan hier (Grafiek 4). Het loont de moeite te vermelden dat de obligatie- en aandelenmarkten sinds het begin van het jaar voor het eerst in een kwarteeuw een negatieve bijdrage aan het resultaat hebben geleverd. Over de oorzaken van deze toch duidelijk anders geprofileerde uitverkoop kunnen we slechts speculeren. Deze worden echter beslist nog verder onderzocht.

De FOMC-leden van de Fed lijken hun fout mogelijk te hebben ingezien, als men tenminste hun publiekelijke berichtgeving sinds 17 september mag geloven.



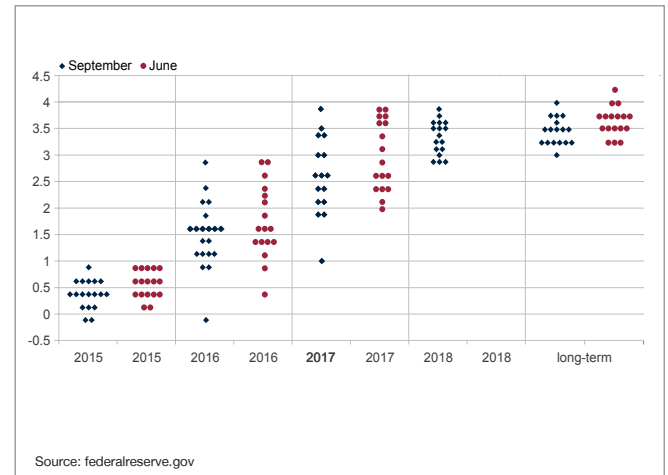
Grafiek 2: Wijzigingen in de aandelenindex sinds 1 juli 2015



Grafiek 4: Vergelijking Amerikaanse en Europese high-yield-index



Grafiek 3: Verband tussen Amerikaanse aandelenindex en Amerikaanse high-yield



Grafiek 5: Vergelijking dot-plots van juni en september 2015\*

<sup>1</sup> Wie zich nog verder wil verdiepen in de gebrekkige marktliquiditeit bevelen wij onze laatste Marktcommentaar van september aan met als titel *The China Syndrome 2.0*.

De zogenaamde *dot-plot* van de Fed, met name vergeleken met de vergadering in juni 2015, is weinig hoopgevend (Grafiek 5). Niet alleen omdat de renteverwachting van de FOMC-leden over het algemeen gestaag omlaag kruipt, maar ook omdat één lid het gepast vindt om voor 2016 negatieve rentes te eisen. Wat weet die er in hemelsnaam van?

We hopen in ieder geval dat de Fed zich vermant en alle moed bijeenraapt om toch nog dit jaar een eerste minirenteverhoging door te voeren. Het zou een teken zijn van toewijding om het monetair beleid te normaliseren na vele jaren van uitzonderingstoestand. Er zijn genoeg redenen om een renteverhoging te wagen. Ons Head of Research Yves Longchamp zal er verderop in deze Marktcommentaar een aantal aanvoeren.

Als de Fed zou besluiten om de rente te verhogen, geloven wij in een rally op de aandelenmarkten eind dit jaar. Bedrijfsobligaties zullen ook weer koerswinsten boeken, hoogstwaar-

schijnlijk met het high-yield-segment als voortrekker. De winstmarge op 10-jarige staatsobligaties zal binnen de bekende bandbreedte blijven variëren. Mocht de Fed toch beslissen zijn geloofwaardigheid verder te verlagen door niets te doen en zich opnieuw bezig te houden met uitstelgedrag, dan zal er nog vaker een *blue screen* te zien zijn dan ons lief is.



## 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 >>

## Forward misguidance

Wat gaat er nu gebeuren? Dat is een prangende vraag, niet alleen voor beleggers, maar ook voor de leden van het FOMC. De verrassend *dovishe* opstelling van de Fed, d.w.z. geen renteverhoging en zeer bedarende uitlatingen, zet de deur open voor verdere speculatie en onzekerheid. Dat betekent dus meer volatiliteit op de markt dan vóór de vergadering van september. De vraag wanneer de Fed de rente voor het eerst verhoogt, ofwel of de Fed daartoe überhaupt overgaat, blijft onbeantwoord.

Wij zouden uitgebreid kunnen discussiëren over de vraag of het niet verhogen van de rente opportuun was dan wel of het een gemiste kans was. Maar alleen de toekomst zal dat met zekerheid uitwijzen. Het is echter leerzamer om te begrijpen waarom dit gebeurde en wat dit ons leert over de manier waarop de Fed op nieuwe informatie reageert, zodat wij ons beter kunnen voorbereiden op het einde van het jaar.

Forward *misguidance* is volgens ons de beste samenvatting van wat wij begrijpen van het gedrag van de Fed. Maandenlang heeft de Fed herhaald dat zij haar besluit zal nemen op basis van de vooruitgang die is geboekt op twee fronten: de arbeidsmarkt en de inflatie. Lage inflatie zou een mogelijke reden kunnen zijn geweest om niet over te gaan tot een renteverhoging. De herhaalde uitspraken dat deze laag is als gevolg van overgangsfactoren zoals de lage olieprijs en de sterke dollar hebben dit lage peil echter minder belangrijk gemaakt. Wat de arbeidsmarkt betreft, kan moeilijk worden beweerd dat deze ver van een evenwicht is, aangezien het huidige werkloosheidspercentage naar schatting min of meer in overeenstemming is met het evenwichtsniveau op de arbeidsmarkt.

Wat was dan de reden van de Fed om in september niet in actie te schieten? Zoals we allemaal weten was dat vanwege China – nog een extra factor dus. Interessant genoeg zei Fed-voorzitter Janet Yellen op de persconferentie die volgde op het besluit dat zij de ontwikkelingen in China nauwlettend volgt, omdat ze iets meer tijd wil nemen om de gevolgen daarvan voor de groei in de VS te begrijpen.

Ze maakte dit overduidelijk door te herhalen dat de Fed afhankelijker is van cijfers. Dit betekent bijvoorbeeld dat de Fed voor een renteverhoging meer aanwijzingen nodig heeft dat de arbeidsmarkt voldoende is verbeterd. Wij vragen ons af hoe zij

in de komende twee maanden voldoende extra aanwijzingen over het effect van China op de Amerikaanse groei zal kunnen verzamelen, aangezien ze kennelijk niet genoeg tijd had om met zekerheid te stellen dat de arbeidsmarkt de laatste paar jaar voldoende is verbeterd. Met andere woorden, hoe is het mogelijk dat 13 van de 17 FOMC-leden het gepast vinden de rente dit jaar te verhogen, terwijl er iets meer tijd nodig is om de impact van China op de groei in te schatten? Dit is forward *misguidance*. Wij wijzen erop dat FOMC officieel staat voor Federal Open Market Committee, terwijl het officieus bekend staat als Federal Open Mouth Committee ...

Voor het einde van dit jaar vinden er nog maar twee vergaderingen plaats, één op 27-28 oktober en één op 15-16 december. Als er wat meer tijd nodig is, valt oktober af. December is nog wel een mogelijkheid, ook al is het lot van China rond Kerstmis mogelijk nog niet bezegeld. Daar komt bij dat het risico van het opschorten van de overheidsdiensten, een herhaling van 2013, opnieuw waarschijnlijker aan het worden is. Belastingjaar 2016 begon op 1 oktober zonder goedkeuring van Het Congres voor een reeks overheidsuitgaven. Daardoor vallen de overheidsuitgaven tot 11 december, een paar dagen vóór de laatste Fed-vergadering van dit jaar, onder een verlengingsbesluit. Als er dan nog geen wetsvoorstel is aangenomen, is een opschorting van de overheidsdiensten zeer waarschijnlijk. In 2013 was de onderbreking van de publieke dienstverlening een reden voor de Fed om de vermindering van de obligatie-aankopen uit te stellen.

Al met al lijkt het in gang zetten van een minder soepel monetair beleid in 2015 op dit moment economisch gezien een hele uitdaging. Bovendien is de marktliquiditeit in december laag en wenst de Fed geen extra volatiliteit te creëren aan het einde van een reeds veeleisend jaar. De Fed zit in een moeilijk parket. De eerste renteverhoging zal waarschijnlijk niet dit jaar plaatsvinden, tenzij de groeivertraging in China kortstondig blijkt.

## Blik op de toekomst

Wij blijven optimistisch, zowel over de Europese als over de Amerikaanse economie, hoewel de wolken samepakken aan de horizon. China is klaarblijkelijk een punt van zorg, ook al is het uiteindelijke effect daarvan op ontwikkelde economieën moeilijk te kwantificeren. Een ander punt van zorg is de consolidatie die zich voltrekt in de dienstensector, die het leeuwendeel van de economische activiteit in ontwikkelde economieën voor zijn rekening neemt.

De belangrijkste bijdrage aan de groei in zowel de VS als Europa wordt geleverd door de private consumptie, vanwege het aandeel van deze sector in het BBP van respectievelijk 68% en 55%.<sup>2</sup> Uit de jongste cijfers blijkt dat de particuliere consumptie in het derde kwartaal hoog was, maar niet groeide. In de VS blijft het consumentenvertrouwen sterk, trekt de detailhandelsomzet verder aan en bereikten de autoverkopen hun hoogste peil in 15 jaar. Volgens onze ramingen groeide de consumptie in het derde kwartaal met 3,4%, wat minder is dan in de eerste helft van dit jaar, maar toch een stevig percentage. In de eurozone is de detailhandelsomzet verder gestegen, maar stabiliseerden de autoverkopen. Het consumentenvertrouwen in de hele regio staat op een hoog niveau, zij het dat dit vertrouwen de laatste tijd wat is afgenomen door naar algemeen gevoelen slechtere vooruitzichten voor de arbeidsmarkt.

De private consumptie volgt de ontwikkelingen in de werkgelegenheid op de voet. Als de zwakke jobcreatie aanhoudt, zou dat negatieve gevolgen hebben voor de consumptie. De jongste werkgelegenheidscijfers in de VS, exclusief de landbouw, waren zwak, maar de reeks is te volatiel om duidelijke conclusies te trekken, met name omdat andere indicatoren een gezonde arbeidsmarkt bevestigen. Intrigerend is dat de zwakte van de banengroei wordt veroorzaakt door de dienstensector, de meest dynamische sector van de Amerikaanse economie. De voorlopende indicatoren voor de dienstensector wijzen op enige vertraging. Aangezien de dienstensector eerst en vooral een binnenlandse sector is, kan China niet als schuldige worden aangewezen. Anders dan voor de industrie zijn de voorlopende indicatoren voor de dienstensector schaars en de paar die er zijn wijzen op een groeivertraging.

In de eurozone loopt de situatie op de arbeidsmarkten nog steeds erg uiteen. Bijna overal daalt de werkloosheid, maar de verschillen blijven aanzienlijk, variërend van bijvoorbeeld 4,5% in Duitsland, het laagste percentage in 25 jaar, tot maar liefst 22,6% in Spanje, dat in een hausse verkeert.

Er zijn goede redenen om optimistisch te zijn over de eurozone. Het tempo van de jobcreatie is er weliswaar lager dan in de VS – voor elke baan die er in de eurozone bijkomt, komen er in de VS 2,5 bij – maar er is alle ruimte voor verdere groei omdat de totale werkgelegenheid nog altijd circa 2%<sup>3</sup> (ongeveer 3,4 miljoen jobs) onder de piek van voor de crisis ligt. Bovendien trekt de vraag naar krediet voor private consumptie, huisvesting en bedrijfsinvesteringen aan, terwijl de rente-

tarieven voor nieuwe leningen verder naar elkaar toe groeien en dalen. Dit zijn allemaal goede redenen om te verwachten dat de consumptie zal toenemen.

Voorts verbetert het economische sentiment in bijna alle eurolanden en blijven de PMI-indicatoren duidelijk stijgen. Helaas geldt dit optimisme niet voor Griekenland, waar de economische activiteit alweer afneemt.

In China laten de cijfers een gemengd beeld zien betreffende de vraag of de groeivertraging al dan niet tot stilstand is gekomen. De vastgoedprijzen en autoverkopen lieten de afgelopen maanden een herstel zien, maar de industriële winsten en PMI's zetten hun neergang voort. In het bijzonder deed de daling van de Caixin China Services PMI™ in september de wenkbrauwen fronsen. De detailhandel werd namelijk beschouwd als de meest solide sector van de economie. Intussen komt er steeds meer steun van de centrale overheid voor de economie via investeringen gericht op de infrastructuur en het aanzwengelen van de consumptie van de huishoudens. Wij verwachten verdere monetaire beleids versoepeling om de interbancaire liquiditeit en de wisselkoers te beheren, om zo de aanhoudende kapitaaluitstroom tegen te gaan. In combinatie met eerdere beleidsmaatregelen zouden deze in het laatste kwartaal zelfs een licht positief effect kunnen hebben. De stapsgewijze groeivertraging van de Chinese economie die al in 2013 begon, zal echter verderzetten en de wereldwijde vraag temperen, zoals blijkt uit de teruglopende export vanuit zowel de VS als de eurozone.

Samengevat blijven wij positief over de Europese en Amerikaanse vooruitzichten, omdat de binnenlandse groei solide blijft en de voorlopende indicatoren nog steeds wijzen op verdere verbetering. Mogelijk houden China en enige zwakte in de dienstensector echter risico's in voor ons scenario.

Auteur >>

Yves Longchamp, CFA

Head of Research  
ETHENEA Independent  
Investors (Schweiz) AG

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

<sup>2</sup> Bron: Bloomberg

<sup>3</sup> Bron: Bloomberg



## Uitgever >>



(v.l.n.r.): Daniel Stefanetti, Guido Barthels, Luca Pesarini, Arnaldo 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 · Luxembourg  
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, 30.09.2015.