



Convergerende divergentie >>

In de afgelopen jaren hebben de VS en Europa een uiteenlopende economische ontwikkeling doorgemaakt. Terwijl de economische groei in de VS versnelde, herstelde Europa zich slechts mondjesmaat. Maar het lijkt erop dat hier nu verandering in gaat komen. Hebben we reeds te maken een convergerende divergentie?

De economieën van de Verenigde Staten en de eurozone hebben zich sinds de gebeurtenis van de eeuw, het *Lehman-bankroet*, in een verschillend tempo ontwikkeld. Terwijl de VS door daadkrachtig en overtuigend optreden van haar centrale bank volop Amerikaanse dollars in de kapitaalmarkten injecteerden en daarmee de economische groei een handje hielpen, gingen de Europeanen een stuk minder voortvarend te werk. Het resultaat was een duidelijke 1-0 voor de VS wat het economische herstel betreft: divergentie tussen de VS en Europa.

Naar ons idee moet de recente krimp van het Amerikaanse bruto binnenlands product (BBP) over de eerste drie maanden van 2015, met een kwartaalgroei van slechts 0,2%, als een incident worden beschouwd. Wij verwachten dat de zogenaamde lift-off, de eerste renteverhoging van de Federal Reserve (Fed), deze zomer zal plaatsvinden en één à twee renteverhogingen tot aan de jaarwisseling. Yves Longchamp, ons Head of Research, zal in de economische analyse van deze Marktcommentaar nader op dit thema ingaan.

Nu willen wij de lezer uitnodigen tot een gedachtenexperiment. Stelt u zich eens voor dat de hierboven beschreven divergentie reeds convergeert, dus weer naar elkaar toe beweegt - en wel dusdanig dat in de VS wederom sprake is van een recessie. De Amerikaanse Fed zou in dat geval achter de feiten aanlopen en daardoor veel te laat zijn om de rente te verhogen. Mocht deze hypothese juist blijken, dan zou de Fed met de langverwachte lift-off een enorme beleidsblunder begaan en zouden de VS in het jaar van de eerstvolgende presidentsverkiezingen in een

Inhoud >>

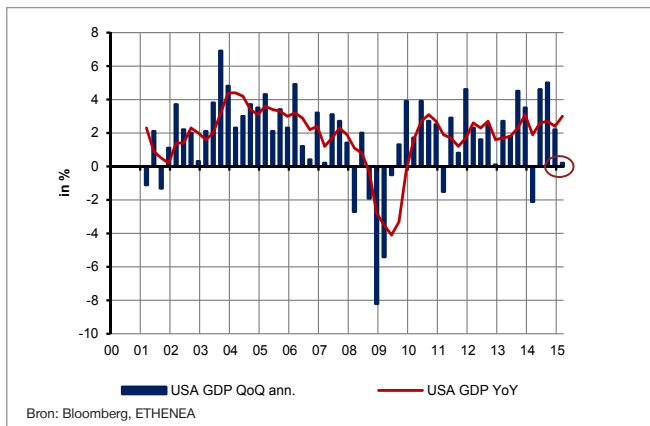
Pagina 1

[Convergerende divergentie](#)

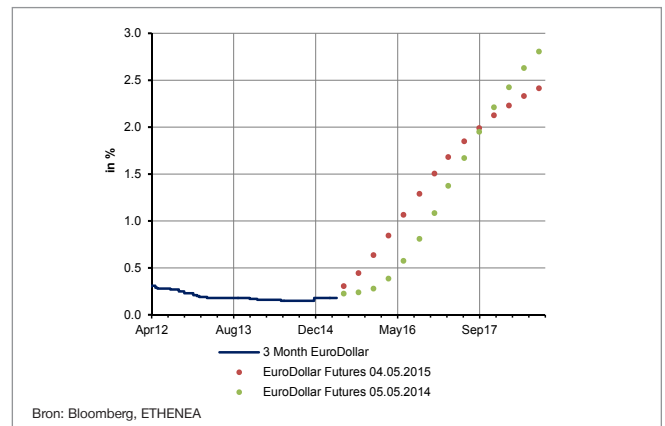
Pagina 5

[Macro-economische vooruitzichten](#)





Grafiek 1: BBP-ontwikkeling van de VS



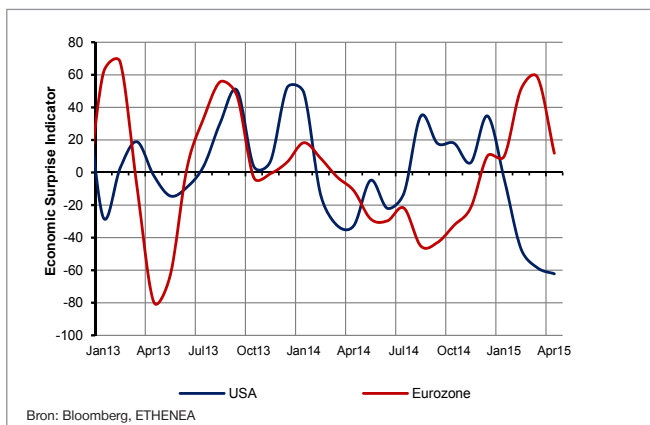
Grafiek 2: Wijziging van de verwachting voor de korte rente aan de hand van 3-maands EUR/USD-swapcontracten*

recessie belanden. Toegegeven: dit is niet het scenario dat de markten verwachten (grafiek 2), en als we bedenken hoeveel hoogopgeleide en goedbetaalde economen erbij betrokken zijn, lijkt het vrij onwaarschijnlijk. De krimp van het Amerikaanse BBP in het eerste kwartaal (Q1) zou dus inderdaad slechts een eenmalig incident zijn (grafiek 1, in de rode cirkel). Er zijn echter ook een aantal factoren die erop wijzen dat een groeivertraging in de VS reeds een feit is.

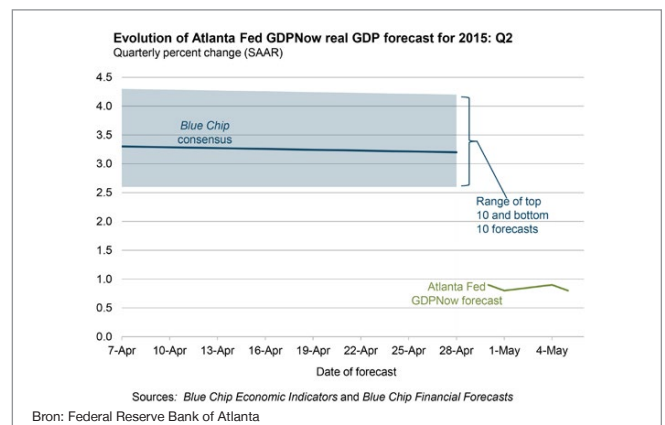
De gedetailleerde analyse bijvoorbeeld laat zien dat de Q1-groei enkel positief was omdat de voorraadvorming werd uitgebreid. Yves Longchamp zal hierop in het vervolg nader ingaan.

We hebben al vaker over de verrassingsindicatoren geschreven (grafiek 3), daarom slechts een korte toelichting: deze indexen zijn zodanig geconstrueerd dat de afwijking van economische marktgegevens ten opzichte van hun verwachtingen, positief maar ook negatief, tot uiting komt in de index. Hoe hoger of lager de indexwaarde, des te positiever of negatiever wordt de markt verrast. De door ons gebruikte indicator voor de VS heeft momenteel een waarde van -60 – hetgeen te verklaren valt uit het feit dat talloze cijfers over de Amerikaanse economie

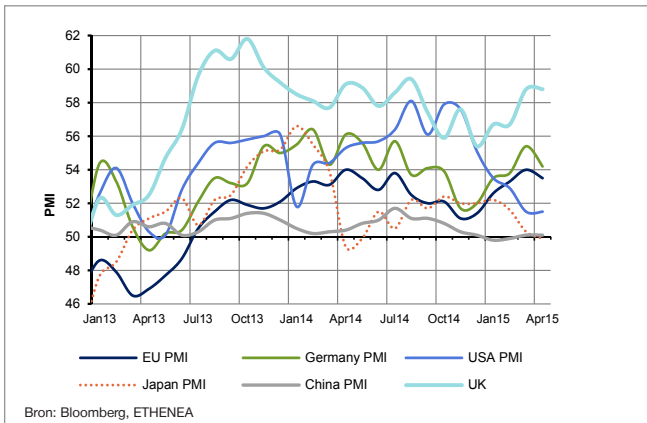
sinds het begin van het jaar behoorlijk tegenvallen. Veel marktdeelnemers schuiven dit op het slechte weer (nagenoeg identiek aan vorig jaar) en de stakingen van havenarbeiders aan de westkust, die zeker ook een rol hebben gespeeld. De verrassingsindicator van de eurozone laat daarentegen een heel ander beeld zien sinds het begin van het jaar, d.w.z. sinds het begin van de kwantitatieve versoepeling (*quantitative easing*) door de Europese Centrale Bank (ECB). De sinds kort waarneembare achteruitgang is niet meer dan een 'kinkje in de kabel'. Wat de *verwachtingen* betreft vergaat het de eurozone beter dan de VS. Ook grafiek 4 voorspelt voor de Verenigde Staten niet veel goeds. Het filiaal van de centrale bank in Atlanta hanteert een nieuw model voor de schatting van het Amerikaanse BBP, op basis van doorlopend gepubliceerde cijfers. Dit model heeft de teleurstellende cijfers voor Q1 vrij nauwkeurig voorspeld. Voor het tweede kwartaal bedraagt de actuele prognose slechts 0,8 %, tegenover een consensus van ruim 3%. De kans is klein dat het model opnieuw een goede prognose oplevert, maar het is nauwelijks voorstelbaar dat de korte rente in de VS zich werkelijk zal ontwikkelen zoals momenteel wordt verwacht (grafiek 2). Een afwachtende houding van de Fed zou nog het meest waarschijnlijk zijn en de lift-off zou niet meer deze zomer plaatsvinden.



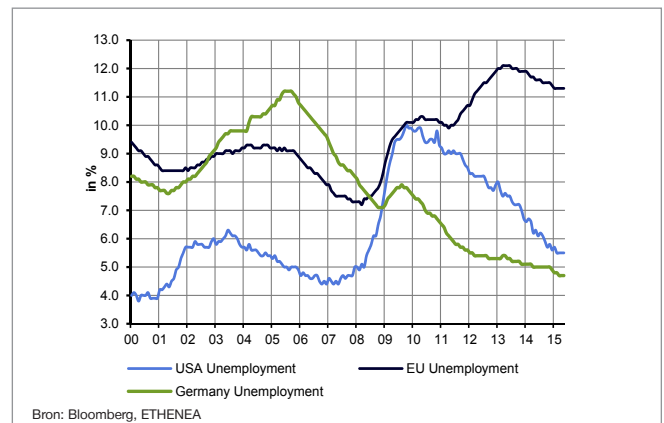
Grafiek 3: Verrassingsindicatoren voor de VS en de eurozone



Grafiek 4: Prognose van de Federal Reserve Bank of Atlanta betreffende BPP-groei over Q2 in de VS*



Grafiek 5: Inkoopmanagersindexen



Grafiek 6: Werkloosheid*

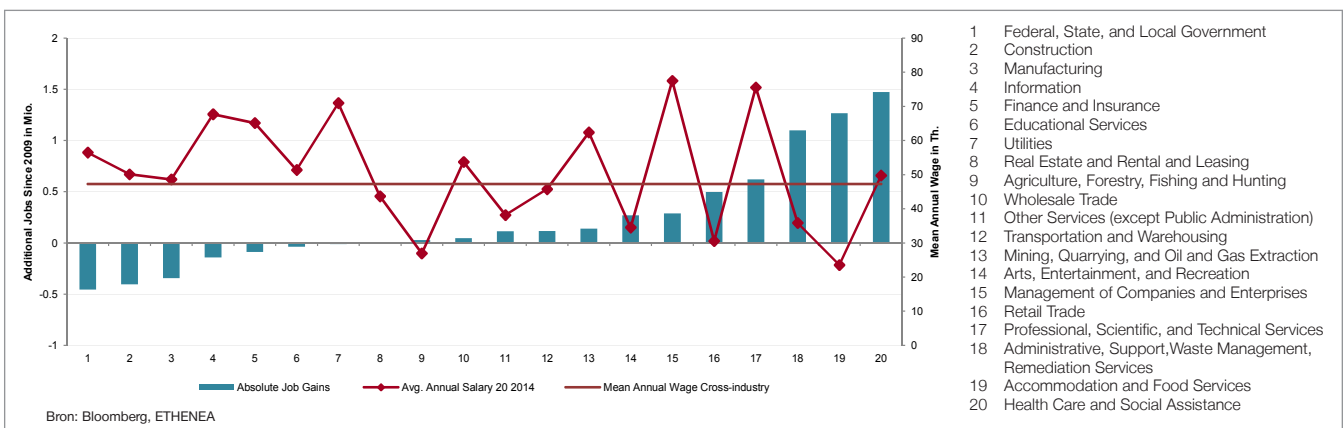
Ook de belangrijk geachte inkoopmanagersindexen wijzen op een vertraging van de Amerikaanse groei (grafiek 5). Met 51,5 bevindt de Amerikaanse index zich weliswaar nog altijd in de 'comfortzone', maar de situatie is minder rooskleurig dan enkele maanden geleden. De eurozone vertoont een afwijkend beeld. Convergerende divergentie namelijk.

Als we grafiek 6 mogen geloven, dan had de Fed de referentierente al lang moeten verhogen. Het werkloosheidscijfer in de VS is ondertussen gedaald tot 5,6%, significant lager dan de oorspronkelijk gecommuniceerde 6% die als trigger voor een normalisering van het monetair beleid zou moeten dienen. De eurozone is met 11,3% nog mijlenver verwijderd van een bevredigend werkloosheidspercentage. Duitsland komt echter beter uit de bus, waar het doel van volledige werkgelegenheid binnen handbereik lijkt.

Wat weerhoudt de Fed ervan in te grijpen? We hebben in verleden meermaals gewezen op de geringe participatiegraad; we moeten terug naar de jaren '70 van de afgelopen eeuw om een dusdanig geringe arbeidsmarktparticipatie te vinden.¹ Wellicht is het met de

Amerikaanse arbeidsmarkt toch niet zo goed gesteld als het percentage ons wil doen geloven.

Mogelijkerwijs kan grafiek 7 hiervoor een verklaring leveren. Deze grafiek geeft de cijfers van het Amerikaanse Bureau of Labor Statistics voor de periode van 2009 tot 2014 weer. In deze periode werden bij elkaar bijna 4,5 miljoen arbeidsplaatsen gecreëerd. Bijna 70% van deze banen bevinden zich in ondergemiddeld betalende sectoren. Nu moeten deze cijfers voorzichtig worden geïnterpreteerd, omdat we niet precies weten of de nieuwe banen beter of slechter betaald worden dan het gemiddelde in de sector. Maar het ligt voor de hand dat de nieuw gecreëerde arbeidsplaatsen eerder aan de onderkant van het spectrum te vinden zijn. In dit geval, en anekdotisch bewijs ondersteunt deze aanname, zijn veel nieuwe banen in de VS zo slecht betaald dat de betreffende werknemers er niet van kunnen leven. Een tweede en soms zelfs derde baan is noodzakelijk om een gezin te onderhouden. Of deze ontwikkeling, voor zover hiervan al sprake is, daadwerkelijk wijst op een breed gedragen herstel, waagt de auteur te betwijfelen. Iets meer convergentie van de divergentie zou welkom zijn.



Grafiek 7: Banengroei per bedrijfstak van 2009 tot 2014 evenals gemiddelde lonen*

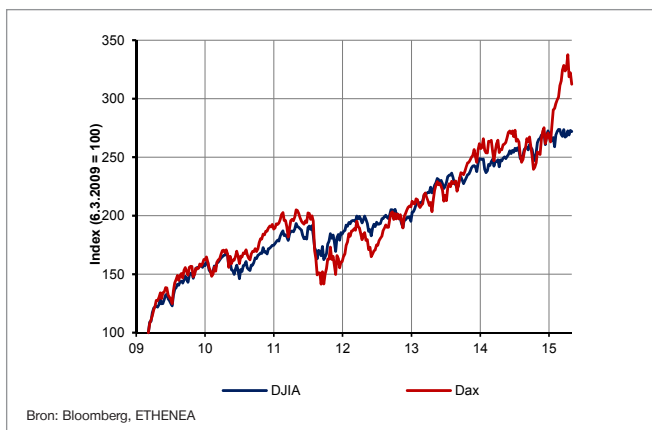
¹ Bron: Bureau of Labor Statistics

Alvorens Yves Longchamp de economische analyse voor zijn rekening neemt, werpen we nog kort een blik op de markten. Waarschijnlijk als gevolg van de slechtere economische cijfers is de USD opnieuw gedaald en momenteel is 1 euro 1,12 dollar waard, ofwel 6% lager dan bij het meest recente dieptepunt van de wisselkoers van 1,0457.

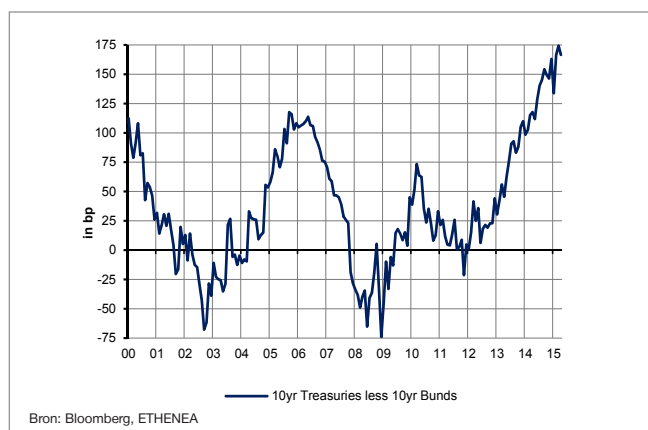
Dergelijke wisselkoersbewegingen kunnen bijna niet anders dan hun sporen achterlaten bij de exportgeoriënteerde Duitse bedrijven. Grafiek 8 vergelijkt de Duitse aandelenindex (DAX) met de Dow Jones Industrial Average Index (DJIA). We zien de forse daling van de Duitse index, door de lokale media als *minicrash* aangeduid, hoewel de index sinds het recordniveau begin april 2015 slechts met 9% is teruggelopen. We zien deze beweging als een door winstnemingen uitgelokte

technische reactie, die al veel eerder had moeten plaatsvinden. Het is derhalve meer een tijdelijke ontwikkeling dan een trendomslag.

Grafiek 9 strooit zout in de wonden als het gaat om onze overweging van Amerikaans staatspapier ten opzichte van de Europese kernlanden. Terwijl we gepositioneerd waren, en nog altijd zijn, voor een duidelijke verkrapping van deze rentespread, heeft de kapitaalmarkt ons tot dusver in het ongelijk gesteld. Ondanks de zwakke Amerikaanse economie lijkt de kapitaalmarkt nog altijd grote bedenkingen te hebben bij mogelijke renteverhogingen in de VS. Wij gaan uit van een duidelijke verkrapping van de rentespread – en dus van een convergerende divergentie.



Grafiek 8: Vergelijking DAX en Dow Jones



Grafiek 9: Rentespread tussen Treasuries en Bunds

Macro-economische vooruitzichten >>

De economische cijfers van de VS leverden de afgelopen maand heel wat teleurstellingen op. Ten eerste bleek begin april dat de werkgelegenheid met slechts 126.000 banen per maand was gestegen. Dat komt neer op een halvering van de banengroei zoals we die de afgelopen 12 maanden hebben gekend. Verder wezen de bbp-cijfers eind april uit dat de Amerikaanse economie het eerste kwartaal met een magere 0,2% was gegroeid.

Men had verwacht dat de Amerikaanse economie tijdens de wintermaanden vertraging zou oplopen, maar niet in die mate. Deze plotselinge vertraging werd veroorzaakt door sneeuwstormen, ongewoon lage temperaturen, stakingen in de havens aan de westkust, lage olieprijsen waardoor de investeringen in schalie-olie zijn ingestort en, ten slotte, een sterke dollar die de export belemmert.

De belangrijkste vraag waarop beleggers een antwoord moeten vinden is of deze vertraging van tijdelijke aard is en of de Fed dus, voor het eerst in deze cyclus, de rente zal kunnen verhogen. In deze context zorgde de verklaring van de FOMC, die volgde op het laatste besluit van de Fed over haar monetair beleid en precies op de dag van de teleurstellende bbp-cijfers werd gepubliceerd - voor extra verwarring. In hoofdzaak stelt de verklaring dat de vertraging van tijdelijke aard is, zodat de deur naar een verkrapping van het monetair beleid in de tweede helft van het jaar, of zelfs al in juni, wijd open blijft staan.

Op grond van onze analyse verwachten we dat de groei van de Amerikaanse economie de komende maanden geleidelijk weer gaat versnellen. Als we een uitgebreide set van indicatoren bekijken, lijkt het onwaarschijnlijk dat er een terugval komt. Het is echter wel zo dat het risico op een langere periode van economische zwakte is toegenomen. Op de arbeidsmarkt bijvoorbeeld blijft het aantal vacatures stijgen, daalt het aantal aanvragen voor een werkloosheidsuitkering en gaan de lonen langzaam omhoog.

De particuliere consumptie, de belangrijkste aanjager van groei in de VS, viel in het eerste kwartaal stil. Maar het consumentenvertrouwen verkeert in een opwaartse trend en het beschikbaar inkomen is verder gestegen. De investeringen, een volatiele component van het bbp, zijn in het eerste kwartaal alleen maar gekrompen door de enorme terugval van 29,6% (kw/kw op jaarbasis) van de investeringen in schalie-olie als gevolg van de lage prijzen. De sterke dollar veroorzaakte een forse daling

van de export. In tegenstelling tot de andere componenten van het bbp zal de dollar, zolang deze sterk blijft, naar verwachting een vertragende factor van de economie blijven.

Aan de andere kant van de oceaan zijn de economieën van de eurozone, met Griekenland als geduchte uitzondering, er op bijna alle fronten geleidelijk op vooruitgegaan. Voor de vier belangrijkste economieën (Duitsland, Frankrijk, Italië en Spanje), die 75% van de totale economie vertegenwoordigen, geldt nog steeds hetzelfde verhaal. De binnenlandse vraag, zowel de consumptie als de investeringen, zit in de lift. Een lichte verbetering op de arbeidsmarkt droeg bij aan het herstel van het consumentenvertrouwen. Bovendien is de vraag naar veel duurzame consumptiegoederen, zoals auto's, gestegen. De investeringsactiviteiten zullen naar verwachting verder worden ondersteund door een combinatie van betere vooruitzichten en – dankzij het QE-programma – soepele financieringsvoorwaarden. Tijdens de meest recente persconferentie van de Europese Centrale Bank gaf Mario Draghi duidelijk te kennen dat het de bedoeling is dat het QE-programma, zoals al eerder aangekondigd, van kracht blijft tot september 2016. In de afzienbare toekomst zijn we dus verzekerd van overvloedige liquiditeiten en soepele monetaire voorwaarden.

De vooruitgang is grotendeels toe te schrijven aan de snel groeiende Spaanse economie. De vooruitzichten voor Italië en Frankrijk zijn echter nauwelijks verbeterd. De belangrijkste consumptie- en investeringsindicatoren wijzen op een verdere consolidatie. De binnenlandse vraag in Duitsland, ten slotte, blijft gestaag in hetzelfde tempo groeien als de afgelopen kwartalen.

In Griekenland zijn de economische omstandigheden weer achteruitgegaan nadat het land voor korte tijd de zes jaar lange depressie achter zich had gelaten. Het prille herstel is door politieke onzekerheid ten onder gegaan en Griekenland zit weer in een recessie. De toekomst van Griekenland blijft uiterst onzeker en het land laveert tussen Grexit en Graccident, twee modewoorden die duiden op ofwel een vertrek van Griekenland uit de Economische en Monetaire Unie, ofwel een onverwacht incident dat de risicofactor van Griekenland verder verhoogt en waardoor het land niet meer aan zijn betalingsverplichtingen kan voldoen. We denken dat de economieën van eurozone, wat er ook gebeurt, goed zijn afgeschermd tegen het besmettingsgevaar uit Griekenland.

Donkere wolken pakken zich samen boven de Amerikaanse economie. Hierdoor verwacht de markt dat de rentestijging waarschijnlijk pas tegen het eind van het jaar en niet eerder zal worden doorgevoerd. Wij kijken echter door de wolken heen,

blijven positief gestemd over de Amerikaanse economie en verwachten dat de rente eerder zal worden verhoogd. Ondanks de Griekse problemen wint het cyclisch herstel in de eurozone aan kracht.



Autores >>

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.



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, 30.04.2015.