



MARKTCOMMENTAAR



Rare jongens, die Britten¹ ...

... dat is wat Obelix momenteel zou zeggen. Terwijl de geglobaliseerde wereld steeds meer verbonden raakt, benadrukken de Britten hun eilandstatus. Maar uiteindelijk blijkt dat niemand dat eigenlijk echt wilde. Welke consequenties heeft dit voor de markten?

Inhoud >>

>> [Rare jongens, die Britten¹ ...](#)

>> [Macro-economische vooruitzichten](#)





Rare jongens, die Britten¹ ...

... dat is wat Obelix momenteel zou zeggen. Terwijl de geglobaliseerde wereld steeds meer verbonden raakt, benadrukken de Britten hun eilandstatus. Maar uiteindelijk blijkt dat niemand dat eigenlijk echt wilde. Welke consequenties heeft dit voor de markten?

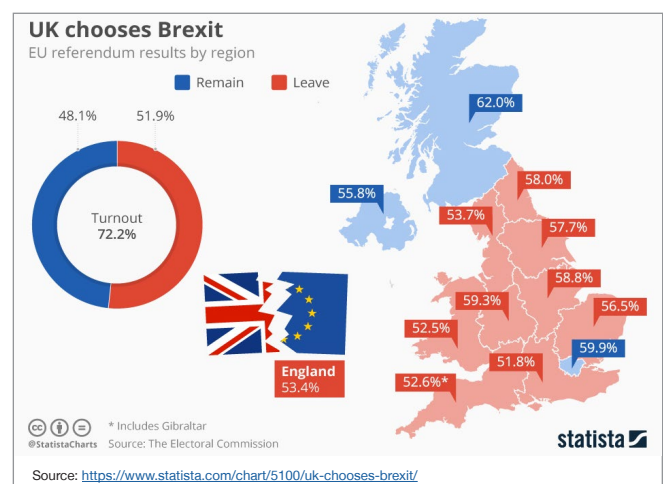
Er zijn een aantal belangrijke data die in ons geheugen gegrift staan, zij het door een *ezelsbruggetje* (op 1 april verloor Alva zijn bril), of omdat een dag vrijaf ons erop doet terugblikken (11 juli 1302: de *Guldensporenslag*). Sommige data kennen we dan weer uit de literatuur, zoals 1066: *Slag bij Hastings*². En dan zijn er nog de data die ons persoonlijk raken, zoals 9/11 en nu ook 23 juni 2016. De onwaarschijnlijke mogelijkheid van een brexit is nu realiteit geworden: de Engelsen willen daadwerkelijk de Europese Unie verlaten. Met nauwelijks 52 procent van de stemmen hebben zij voor uittreding uit de EU gestemd.

De reacties vanuit Engeland op het referendum doen echter vermoeden dat, met uitzondering van de UKIP-kiezers³, vele van de voorstanders van een brexit niet echt de EU wilden verlaten en er ook niet op hadden gerekend dat zij het zouden halen. Blijkbaar wilden velen onder hen slechts hun eigen frustratie uiten over de schijnbaar almachtige eurocraten zonder democratische legitimiteit in Brussel. Zo gaat het jammer genoeg vaak met referenda. Onze collega's in Zwitserland kunnen hier ook van meespreken. In veel gevallen wordt er namelijk gestemd over vragen die niet eens gesteld werden. Zo zijn er blijkbaar goede redenen waarom de meeste staten representatieve democratieën zijn en de drempels voor volksstemmingen zeer hoog leggen. In elk geval lijkt David Cameron zich niet met dergelijke details te hebben beziggehouden toen hij in 2013 het referendum aankondigde om de rechtervleugel van zijn tory's tot bedaren te brengen. Als gevolg

heeft – slechts – 37 procent⁴ van de kiesgerechtigden beslist over een zo fundamenteel onderwerp als het lidmaatschap van een statenbond, en misschien zelfs op basis van verkeerde informatie.

En nu zijn de poppen aan het dansen.

Het vroegere *Verenigd Koninkrijk* is sterk verdeeld, zowel geografisch (Grafiek 1) als demografisch (Grafiek 2). Wie de



Grafiek 1: Geografische spreiding van de stemmen in het brexit-referendum op 23.6.2016

¹ Allusie op de bekende uitspraak van Obelix "Rare jongens, die Romeinen!" ("Ils sont fous, ces Romains!") in de stripreeks Asterix van René Goscinny.

² De slag bij Hastings vond plaats op 14 oktober 1066 en was het eerste militaire succes van de Franse Normandiërs in de verovering van Engeland.
Bron: https://de.wikipedia.org/wiki/Schlacht_bei_Hastings

³ De UK Independence Party (UKIP) is een eurosceptische en rechts-populistische Britse partij met als hoofddoel het vertrek van het Verenigd Koninkrijk uit de Europese Unie.
Bron: https://de.wikipedia.org/wiki/UK_Independence_Party

⁴ Van de 72,2% van de Britten die aan het brexit-referendum deelnamen, stemde 51,8% voor een vertrek uit de EU, wat neerkomt op 37,4% van de totale Britse bevolking.

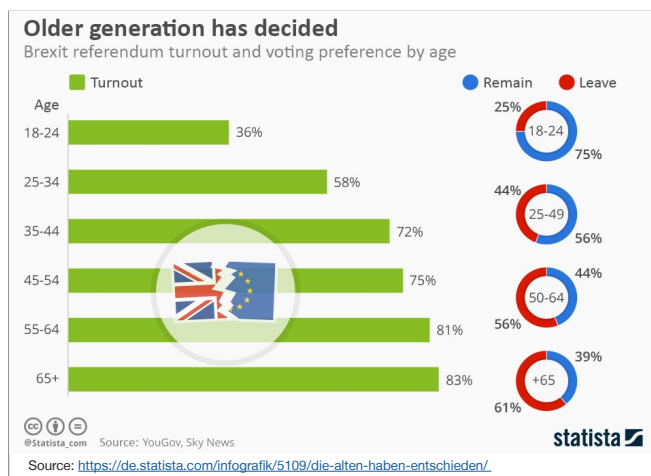
nieuwe premier ook wordt, of hij of zij de scheidingsprocedure onder artikel 50 van het Verdrag van Lissabon kan, wil of mag inleiden, met of zonder de goedkeuring van het parlement, één ding is duidelijk: Groot-Brittannië is niet meer zo groot als voor het referendum. Het ziet ernaar uit dat Schotland een nieuw referendum over onafhankelijkheid zal houden om, als dat positief afloopt, in de EU te blijven. En de Noord-Ierse kwestie, die Europa al vele decennia bezighoudt, zal bij een geslaagde brexit met grote waarschijnlijkheid weer opflakkeren. Londen zal zeker niet onafhankelijk worden van de rest van Engeland, ook al werden in enkele dagen tijd al meer dan drie miljoen handtekeningen verzameld voor een referendum over dat onderwerp.

Het is vrij duidelijk dat hier geen echte winnaar is. Maar de grootste verliezer lijkt ongetwijfeld Groot-Brittannië zelf te zijn. De voorstanders van een brexit zijn er niet in geslaagd hun doel te bereiken. Ze wilden onafhankelijk zijn van Brussel en daarmee de volledige controle over hun eigen grenzen behouden, ook ten aanzien van EU-burgers, en tegelijkertijd nog altijd quasi kosteloos toegang tot de Europese binnenmarkt krijgen. De Europese Raad heeft daar duidelijke uitspraken over gedaan. Groot-Brittannië zal zich erop moeten voorbereiden dat de uittredingsonderhandelingen met de EU, tenminste als die er komen, hard zullen zijn. Het is namelijk in het politieke eigenbelang van de EU-landen om zich hard op te stellen en de overal opkomende populistische partijen niet nog meer aan te moedigen. Het Verenigd Koninkrijk ontwikkelt zich opnieuw in de richting van de *splendid isolation*⁵, die het in de 19e eeuw al cultiveerde. Sindsdien zijn er vele jaren verstreken. Groot-Brittannië is al lang geen industrieland

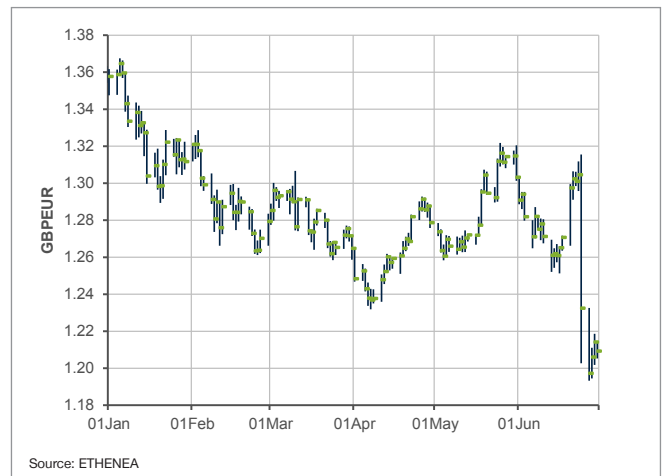
meer en aangezien het deel uitmaakt van een globaliserende wereld is het nu afhankelijk van de internationale handel. Ook al horen sommige Engelsen het misschien niet graag: de wereld zit niet te wachten op Engeland of Engelse producten. Er kunnen nieuwe afzetmarkten aangeboord en alternatieve producten aangekocht worden. Het feit dat Europese financiële producten binnen de EU verhandeld moeten worden, zal het financiële centrum in Londen waarschijnlijk geen goed doen. De vastgoedmakelaars in Dublin, Frankfurt en Parijs verheugen zich al op nieuwe zakelijke kansen.

Toen deze Marktcommentaar geschreven werd, kwam het bericht binnen dat Boris Johnson geen kandidaat is om ontslagnemend premier David Cameron op te volgen. Fraai voor de politieke leider van de tory's in het brexit-kamp. Het besef dat Mr. Johnson, na het land naar de afgrond van de isolatie gedreven te hebben, niet de *grandeur* bezit of af te maken wat hij in gang gezet heeft, plaatst hem in een uiterst negatief daglicht. De kans op nieuwe verkiezingen neemt toe en daarmee ook de kans op een mogelijke exit uit de brexit. Maar genoeg gepraat over politiek. *Que sera, sera*.⁶

Wat zijn nu de gevolgen voor de markten? Terwijl de wisselkoers van het Britse pond ten opzichte van de USD op de dag na het referendum op een bepaald moment met wel 13% daalde, en daarmee naar het laagste niveau in 30 jaar zakte, viel het verlies van 10% ten opzichte van de EUR iets lager uit (Grafiek 3). Blijkbaar houdt de markt al rekening met een aanzienlijke versoepeling van het monetair beleid van de Bank of England indien Groot-Brittannië daadwerkelijk de EU zou verlaten. Aangezien de ECB van haar kant in geval



Grafiek 2: Demografische spreiding van de stemmen in het brexit-referendum op 23.6.2016



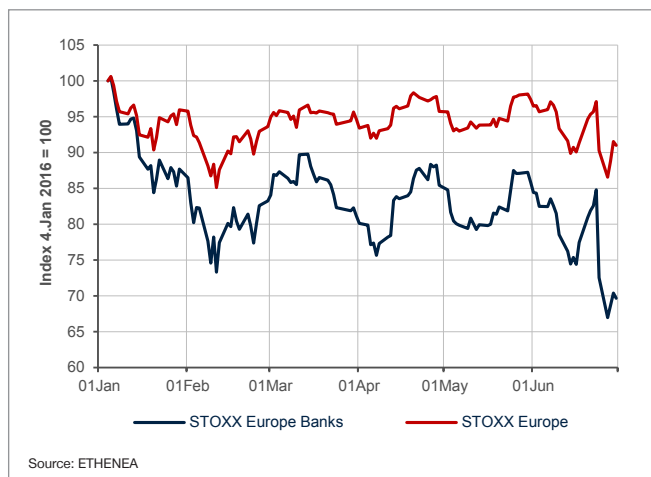
Grafiek 3: Ontwikkeling van de koers van de euro ten opzichte van het Britse pond

⁵ Letterlijk vertaald: "schitterende afzondering"; hiermee wordt de voorstelling en het gebruik van de geografische ligging van het Verenigd Koninkrijk als eiland in zijn buitenlandse politiek in de late 19e eeuw bedoeld. Het VK had toen als hoofddoel het Europese machtsevenwicht in stand te houden. Het gaat hier om de periode tot aan het uitbreken van de Eerste Wereldoorlog en dan vooral onder premier Benjamin Disraeli en premier Robert Gascoyne-Cecil, die dit begrip voor het eerst gebruikte. Bron: https://de.wikipedia.org/wiki/Splendid_isolation.

⁶ Spaans voor "wat zijn moet, dat zal zo zijn". *Que Sera, Sera* (Whatever Will Be, Will Be) is een liedje van Ray Evans en Jay Livingston uit 1956.

van een aanzienlijke groeivertraging in de eurozone sowieso niet passief kan blijven toekijken, staat ons weer een nek-aan-keuze te wachten. Nu zelfs nul procent geen natuurlijke benedengrens voor de rente meer is, is het einde nog niet in zicht. *The race to the bottom*⁷ is begonnen.

In deze *lower-for-longer*-wereld werden de banken beroofd van hun business model. Ook de markt beseft dat en straft bankaandelen dan ook af (Grafiek 4). Hoewel er dit jaar tot nu toe nog geen reden was voor spetterende feestjes op de Europese (virtuele) beursvloer, staat de STOXX 600 er met een verlies van circa 9% op jaarbasis nog zeer netjes voor in vergelijking met bankaandelen, die tot dusver met 30% gedaald zijn. En het einde is nog niet echt in zicht. Wij denken dat het nog veel te vroeg is om in een mogelijke ommekeer van de trend te geloven. Daarom blijven wij zover mogelijk weg van deze



Grafiek 4: Ontwikkeling van de Europese aandelenindex STOXX 600 en de deelindex van banken

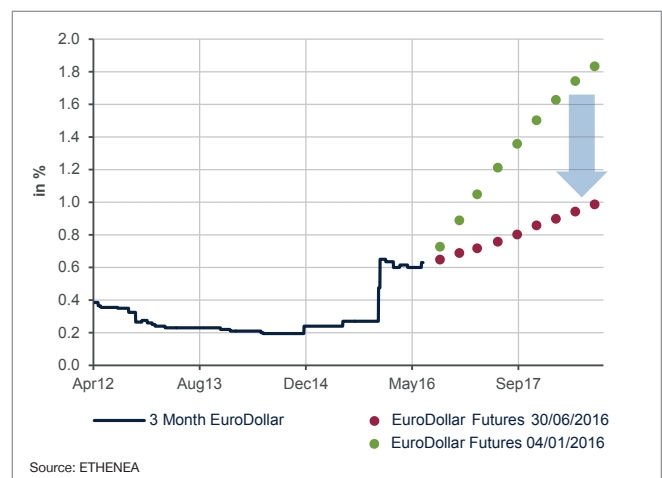


Grafiek 5: Impliciete waarschijnlijkheid van een renteverhoging door de Amerikaanse centrale bank tijdens haar volgende bijeenkomst op 27.7.2016

sector in Europa. Het lagerentebeleid van de ECB en de BoE zal niet alleen langer aanhouden, maar het zal waarschijnlijk ook nog versterkt worden.

Laten we nu eens kijken naar de Amerikaanse Fed. Als schijnbaar laatste bastion van normaliteit en geestelijke gezondheid in een zee van ZIRP (*Zero Interest Rate Policy*, nulrentebeleid) en NIRP (*Negative Interest Rate Policy*, negatieve rentebeleid) gaf de Fed ons in december van vorig jaar een sprankeltje hoop op een terugkeer naar de vertrouwde wereld van positieve rentes. Tijdens de uiterst turbulente eerste helft van 2016 slingerde de impliciete kans op een verdere renteverhoging heen en weer tussen 0 en 45% (Grafiek 5). Nu de economische cijfers van juni al duidelijk hebben aangegeven dat de groei in de VS verder verzwakt, verwacht de kapitaalmarkt dat de Amerikaanse centrale bank na de keuze voor een brexit definitief zal inbinden. De collectieve intelligentie van de kapitaalmarkt gelooft niet meer in een renteverhoging tijdens de volgende vergadering van de Fed op 27 juli 2016. Maar dat is niet alles: ook van toekomstige renteverhogingen wordt verwacht dat ze veel bescheidener zullen uitvallen dan aan het begin van dit jaar nog werd aangenomen (Grafiek 6). Toen vond de markt renteverhogingen van 150 basispunten in de komende vier jaar nog waarschijnlijk. De laatste weken is deze verwachting gekrompen tot 50 basispunten over de komende vier jaar. Met andere woorden: als de verwachtingen van de markt werkelijkheid worden, dan valt ook dit laatste bastion. En daarmee zou de vertrouwde situatie waarin geld een prijs heeft, voor onbepaalde tijd uitgesteld worden.

In dit niet zo gunstige renteklimaat kan men op korte of lange termijn zeker niet om aandelen heen. Ondanks alles moet men steeds voor ogen houden dat zelfs het aantrekkelijkste dividendrendement waardeloos is als het aandeel keldert omdat politieke risico's de markten domineren.



Grafiek 6: Ontwikkeling van de driemaandelijkse rentevoet voor de euro ten opzichte van de dollar en geïmpliceerde termijnrentes

⁷ Engels voor "race naar beneden". *Race to the bottom* is een sociaal-economisch begrip dat het "afbouwen van sociale, arbeids- en milieunormen in een situatie van geglobaliseerde concurrentie" of de "internationale fiscale concurrentie om steeds lagere belastingtarieven te verkrijgen" beschrijft. Bron: https://de.wikipedia.org/wiki/Race_to_the_bottom.

In het bijzondere geval van Groot-Brittannië hebben de Britten deze risico's, die onnodig zijn en mogelijk nergens toe zullen leiden, volledig aan zichzelf te wijten. Het doet ons denken aan de tijd van *Monty Python's Flying Circus*⁸ en hun *Ministry of Silly Walks*⁹. Daarom kunnen wij tot slot slechts met een knipoog zeggen: *rare jongens, die Britten*.¹



Auteurs >>

Guido Barthels

Portfolio Manager
ETHENEA Independent
Investors S.A.

Yves Longchamp, CFA

Head of Research
ETHENEA Independent
Investors (Schweiz) AG

⁸ Britse tv-reeks van de komiekgroep Monty Python, die zijn grootste succes in de jaren 70 beleefde.

⁹ Sketch uit de hierboven genoemde reeks

Macro-economische vooruitzichten >>

De brexit en de onbedoelde gevolgen ervan

Alles ging goed, tot de brexit kwam. Zo kunnen we de financiële en economische ontwikkelingen van de afgelopen maand samenvatten. Wat betreft de brexit en de politieke en financiële gevolgen ervan, verwijs ik de lezer naar het interessante artikel van Guido Barthels op de eerste pagina's van deze publicatie.

In de economie horen we vaak de woorden groei en inflatie. Als je daar het woord *laag* aan koppelt, krijg je een aardig beeld van de toestand waarin de wereldeconomie zich momenteel bevindt. Maar een lage groei en een lage inflatie zijn symptomen die in werkelijkheid worden veroorzaakt door een lage productiviteit en een te zware schuldenlast. Monetair beleid kan bij dit soort structurele problemen alleen de pijn verlichten, maar geen oplossing bieden. Wat we nodig hebben om de economie weer op de rails te zetten, zijn zogenaamde hervormingen aan de aanbodzijde, die kunnen worden doorgevoerd door welwillende politici die werkzaam zijn in goed functionerende instellingen.

Het probleem met de brexit is dat het een nieuwe recessie- en deflatiegolf veroorzaakt in een kwetsbare economie, die nog herstellende is. Zelfs het institutionele kader waarbinnen het grote Europa (d.w.z. het continent en het niet echt *Verenigde Koninkrijk*) functioneert, wordt er verder door verzwakt. Het doet de retorische vraag rijzen of politici wel welwillend zijn. Ik

vrees dat, gezien de opkomst van het populisme in de westerse landen, het antwoord op deze vraag tweestrijdig is.

Wat ook volgt, we moeten eerst bepalen hoe we er momenteel voor staan. Grafiek 7 geeft een beeld van de brexit-schok (in het rood). Voorlopig beperkt deze zich hoofdzakelijk tot Groot-Brittannië. De schokgolf raakt, zonder veel schade aan te richten, de grenzen van Europa. Ook de rest van de wereld heeft er momenteel nog geen last van. We onderscheiden echter drie mogelijke besmettingskanalen: politiek, economisch en financieel. Het financiële kanaal is in het algemeen het meest gevoelig voor schokken en werkt daarenboven op een wereldwijde schaal. Op het moment dat dit artikel wordt geschreven, staan de financiële markten op een 'risk-off'-stand. De aandelenmarkten vielen terug, de rente op staatsobligaties bereikte een nieuw laagterecord en de valuta's reageerden heftig. Het Britse pond viel tegenover de Amerikaanse dollar terug tot het laagste niveau sinds 30 jaar en de valuta's die als veilige haven worden beschouwd, zoals de Japanse yen en de Zwitserse frank, stegen flink.

Van de andere twee kanalen is het politieke, tegen alle gewoonten in, een snel overdrachtsmechanisme. Ik probeer er nog steeds achter te komen wat de voorstanders van het Leave-kamp¹⁰ eigenlijk bedoelden met *let's take back control*. Het VK staat op het punt uiteen te vallen, zoals ook te zien is op de cover van *The Economist*: «Anarchy in the UK». Als we het over anarchie in het VK hebben, moeten we meteen denken aan de punkbeweging van de jaren 70. De slogan *no future* van de punkers lijkt zeer toepasselijk in de huidige omstandigheden, meer bepaald omdat het VK in een dergelijke chaotische situatie onmogelijk vooruitgang kan boeken. Als er niet op korte termijn een soort van politieke stabiliteit wordt gevonden, zouden er algemene verkiezingen kunnen worden aangekondigd. Terug naar de punk-subcultuur en in het bijzonder de befaamde *punkrock*, waarvan het hoogtepunt van zeer korte duur was. Na een snelle opkomst halverwege de jaren 70 verdween deze muziek aan het eind van datzelfde decennium. We denken dat de politieke chaos van het VK en de punkbeweging in ieder geval één ding met elkaar gemeen hebben: ze zijn van korte duur. De fundamentele vraag is nog steeds of Artikel 50 zal worden ingeroepen¹¹. Als dat gebeurt kan het aftellen voor het vertrek van het VK uit de Europese Unie beginnen. Hoewel een vertrek waarschijnlijk lijkt, zouden alle kaarten opnieuw worden geschud als er algemene verkie-

	Brexit	Great Britain	Europe	World
Politics	Political/institutional	breakup/fragmentation	dis-/integration	uncertainty
	Geopolitical	ex-financial center	bargaining power	multipolarity
	Fiscal policy	leeway	willingness	
Economy	Activity	recession	slowdown	slowdown
	Inflation	deflationary	disinflationary	disinflationary
Finance	Currency	GBP crisis	EUR weakness	USD/CHF/JPY/CNY
	Market	risk-off	risk-off	risk-off
	Financial system	banks down	banks down	
	Monetary policy	BoE easing	ECB easing	Fed stand-by

Source: ETHENEA

Grafiek 7: Brexit – Wat is de omvang van de schok?

¹⁰ D.w.z. degenen die vóór de brexit hebben gestemd.

¹¹ Artikel 50 VEU: Vertrek van een lidstaat uit de EU

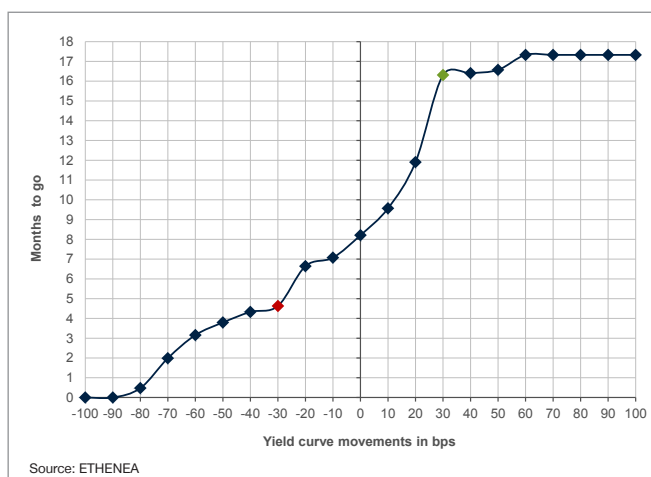
zingen worden gehouden, zodat de brexit en de grexit worden uitgesteld tot sint-juttemis.

Het risico dat de Europese Unie na het referendum uiteen zou vallen, bleek ongegrond. De 27 lidstaten van de EU hebben zich eensgezind opgesteld en zo de politieke en institutionele schokgolf aan de grens van het continent tot stilstand gebracht. Het politieke risico in Europa blijft voor ons een van de belangrijkste gevaren, hoewel we de plotseling hervonden eenheid van de 27 staten (het VK niet inbegrepen) toejuichen.

Het laatste kanaal is de economie en deze raakt het VK en de motor van het land, Londen, frontaal. Investerings (buitenlandse directe investeringen en kapitaaluitgaven) en vastgoed (bouw en woningprijzen) zijn de twee activiteiten die onmiddellijk na de bekendmaking van de uitslag van het referendum werden getroffen. Een recessie lijkt het meest waarschijnlijke gevolg. Ook het effect op de activiteit in Europa zal negatief zijn, maar is moeilijker in te schatten. Volgens economen zal er waarschijnlijk een half procentpunt aan groei verloren gaan, zodat de eurozone de komende kwartalen een groei van 1 % zal kennen. Als deze voorspelling klopt, zal het aantal nieuw gecreëerde banen afnemen en de particuliere consumptie dalen.

Als de vrijheid moet worden betaald met een recessie, zouden de voor volgend jaar geplande presidentsverkiezingen in Duitsland en Frankrijk gunstig kunnen verlopen voor de heersende partijen. Een door de politiek gecreëerde recessie zou namelijk de wind uit de zeilen van nationalistische en/of populistische partijen halen.

Naast de groei bevat het economische kanaal nog een tweede dimensie: inflatie. De brexit is een deflatoire schok. Desondanks zouden de Britse inflatiecijfers de komende maanden, paradoxaal genoeg, kunnen stijgen als gevolg van het zwakke pond. Door de zeer sombere vooruitzichten voor de Britse economie zal de Bank of England waarschijnlijk de rente verlagen en mogelijk haar QE-programma (Quantitative Easing) weer



Grafiek 8: Resterende looptijd van QE voor de ECB

uit de kast halen mocht de situatie nog verder achteruitgaan dan verwacht.

In Europa zou de inflatieverwachting neerwaarts kunnen worden bijgesteld. Voor een centrale bank die gefocust is op inflatie – zoals de ECB – zou dit directe gevolgen hebben, zoals bijvoorbeeld een uitbreiding van het QE-programma. Wij blijven van mening dat Europa geen verdere monetaire versoepeling nodig heeft, omdat de monetaire voorwaarden al bijzonder soepel zijn en de economie gestaag herstelt. Desondanks kunnen we niet uitsluiten dat de ECB haar programma wil uitbreiden ... tenzij de bank haar grens heeft bereikt.

Zonder uit te weiden over de details achter het mechanisme van het Europese QE-programma, kunnen we op basis van een eenvoudige berekening concluderen dat de ECB over maximaal acht maanden, en waarschijnlijk slechts zes, alle bunds die het mogelijkerwijs kan kopen, zal hebben ingekocht. Het probleem is dat het programma volgens de planning tot maart 2017 moet doorlopen of m.a.w. nog negen maanden. Of het nu geluk of toeval is, volgens gelekte informatie, die de ECB ontkent, zijn de activa die als onderpand in aanmerking komen, als gevolg van de brexit uitgeput en zou de ECB dus haar selectiecriteria gaan versoepelen. Een van de voorwaarden waaraan staatsobligaties moeten voldoen om voor het QE-programma in aanmerking te komen, is dat hun rente minimaal gelijk moet zijn aan de huidige depositorente van -0,40 %. Na de brexit daalde de negatieve rente in Duitsland opnieuw, waardoor de hoeveelheid beschikbare bunds is afgenomen.

In het licht van onze vluchtige schatting, hebben we ook een sensitiviteitsanalyse uitgevoerd die aantoont wat het gevolg is van een parallele verschuiving van de Duitse rentecurve op de opkoopcapaciteit van de ECB (Grafiek 8). De grafiek kan als volgt gelezen worden; bij het huidige niveau heeft de ECB nog ongeveer acht maanden om Bunds op te kopen. Mocht de rentecurve in haar geheel echter met 30 basispunten (30 bps) zakken, zou de ECB amper vijf maanden (rode stip op de grafiek) hebben voor ze haar limiet bereikt. Mocht anderzijds de rente met 30 bps stijgen, dan zou de ECB nog 16 maanden hebben alvorens ze de limiet bereikt (groene stip op de grafiek). De mogelijkheid van de ECB om Bunds op te kopen is met andere woorden zeer afhankelijk van de rentecurve zelf. Het probleem is echter dat iedere ongunstige ontwikkeling leidt tot een lagere rentecurve, zoals de brexit ons recentelijk aangetoond heeft, en op die manier de vuurkracht van de ECB reduceert op een moment dat deze juist het meest nodig is.

Monetair beleid was de afgelopen tien jaar – helaas – de meest innovatieve sector van de economie en we mogen de vindingrijkheid van centrale banken niet onderschatten. We moeten er dus op voorbereid zijn dat de ECB de komende maanden nieuwe maatregelen zal aankondigen. Het huidige gebrek aan bunds zou tijdelijk kunnen worden verholpen door de depositorente te verlagen, de criteria voor emittenten te

verleggen of de kapitaalvereisten te versoepelen, om maar een paar voorbeelden te noemen.

Als het gebrek aan bunds niet kan worden omzeild, zou het monetair beleid van de ECB twee kanten op kunnen gaan. Enerzijds zouden de voor onderpand in aanmerking komende effecten kunnen worden uitgebreid met aandelen, met niet op de markt verkoopbare effecten, zoals deposito's met een vaste looptijd van bepaalde tegenpartijen, met kredietvorderingen en met niet op de markt verkoopbare retail-schuldbewijzen met hypothecair onderpand. Anderzijds zou het probleem rond de bund kunnen worden opgelost. Er bestaat echter niet zoiets als een Duits begrotingstekort om dat probleem op te lossen. In tegenstelling tot landen die een structureel begrotingstekort hebben, is de positie van Duitsland vrij neutraal dankzij het befaamde *black zero target*. Daardoor neemt de overheidsschuld niet toe.

In de VS verkeert de economische activiteit in een late fase van de huidige cyclus. We verwachten dat de groei de komende maanden geleidelijk zal afzakken en gaan er niet van uit dat de brexit vergaande consequenties zal hebben voor de grootste economie van de wereld, tenzij het tot gevolg heeft dat de Amerikaanse dollar enorm gaat stijgen. De arbeidsmarkt blijft zich over het algemeen gunstig ontwikkelen, hoewel er hier en daar wel wat tekenen van zwakte zijn waargenomen. Ondanks de lagere investeringen die we de laatste tijd zagen, zorgde de ISM-index in juni voor een positieve verrassing, zodat de trend een aantal maanden positief zal zijn. Als deze mini-cyclus aanhoudt, zou de Amerikaanse cyclus het langer kunnen volhouden.

Na het brexit-referendum hebben we ons rentescenario bijgesteld tot maximaal één en mogelijk geen enkele renteverhoging in 2016. Net als alle andere centrale banken zal de Fed namelijk minstens één of twee maanden moeten wachten voordat de eerste economische cijfers waarmee de impact van de brexit kan worden gemeten, beschikbaar zijn.

In China tot slot waren de meest recente ontwikkelingen positief. De massale kredietverlening en fiscale stimulerings-

maatregelen die de neerwaartse trend van begin dit jaar op wonderlijke wijze wisten af te wenden, nemen nu af. Ondertussen zijn de schulden verder gestegen, terwijl de groeitrend geleidelijk is vertraagd. China blijft een belangrijke risicofactor in ons scenario. Het is interessant om te zien dat de renminbi na de brexit is gedaald tegenover de Amerikaanse dollar. Dit bevestigt onze mening dat de Amerikaanse dollar te sterk is voor een groot deel van de wereldeconomie.

Kortom: het macro-economische scenario is somberder geworden door de uitslag van het brexit-referendum. In Europa komt het meeste risico voort uit ongunstige politieke ontwikkelingen. Deze kunnen op elk moment de kop opsteken, zoals de brexit ons op meedogenloze wijze heeft laten zien. In de VS, de meest dynamische economie van de wereld, zou een snellere vertraging van de activiteit zeer negatieve gevolgen hebben voor de wereldeconomie. Tot slot is de situatie in China niet verbeterd. De groeitrend blijft vertragen en de schuldenlast is verder toegenomen.

Als we naar de grote lijnen kijken, is er geen verandering opgetreden in de drie wereldwijde indicatoren. Ten eerste leiden we uit de wereldwijde PMI voor de productiesector af dat de wereldwijde productie verder gedaald is. De indicator nam af tot 50, een niveau dat algemeen beschouwd wordt als een teken van stagnatie. Ten tweede zijn de prijzen (van grondstoffen en industriële producten) wereldwijd niet significant gestegen. Tot slot is de Amerikaanse dollar sterk gebleven. Wij blijven dan ook voorzichtig.



Auteur >>

Yves Longchamp, CFA

Head of Research

ETHENEA Independent Investors (Schweiz) AG



Auteurs >>

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



(v.l.n.r.): Yves Longchamp – Head of Research bij ETHENEA Independent Investors (Schweiz) AG, Guido Barthels, Daniel Stefanetti, Luca Pesarini, Arnoldo Valsangiacomo, Christian Schmitt, Niels Slikker en Peter Steffen. Maken ook deel uit van het Portfolio Management Team (maar worden niet afgebeeld): Jörg Held, Roland Kremer, Ralf Müller en Marco Ricciardulli.

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 +352 276 921-0 · Fax +352 276 921-1099
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, 30.06.2016.