



# MARKTCOMMENTAAR



## Mayday! Mayday! Mayday! Thanks for nothing, England.

Het Verenigd Koninkrijk krijgt tegen beter weten in zijn Brexit. Winnaars zijn er daarbij niet. We verwachten eerder dat er een onaangename Rozenoorlog uitbreekt, met onberekenbare economische en sociale gevolgen.



### Inhoud >>

Editie gepubliceerd op 31.3.2017

- >> [Mayday! Mayday! Mayday!  
Thanks for nothing, England.](#)
- >> [Macro-economische vooruitzichten](#)



## Mayday! Mayday! Mayday! Thanks for nothing, England.

**Het Verenigd Koninkrijk krijgt tegen beter weten in zijn Brexit. Winnaars zijn er daarbij niet. We verwachten eerder dat er een onaangename Rozenoorlog uitbreekt, met onberekenbare economische en sociale gevolgen.**

*Mayday!* is het bekende internationale noodsignaal in de radiocommunicatie.<sup>1</sup> Momenteel, om precies te zijn op 29 maart van dit jaar, is het tevens een verwijzing naar de Britse premier Theresa May, die op deze mooie lentedag daadwerkelijk de uittreding van het Verenigd Koninkrijk uit de Europese Unie (EU) in gang heeft gezet. Amper drie dagen na de 60e verjaardag van het Verdrag van Rome, dat beschouwd wordt als het oprichtingsverdrag van de EU, wendt een grote partner zich af van de idealen en dromen van een gemeenschappelijke en vooral vreedzame toekomst.

Tegen beter weten in wordt een proces gestart waarvan vaststaat dat het een negatieve invloed zal hebben op vele generaties Europeanen aan beide zijden van het Kanaal. Er zijn hier geen winnaars. Integendeel, het is een *lose-lose*-situatie of de zoveelste *pyrrusoverwinning*<sup>2</sup> van de Britten. Na de slag bij

Asculum zei Pyrrhus naar verluidt: „Nog één zo'n overwinning en ik ben verloren“<sup>3</sup>. De auteur van deze Marktcommentaar heeft tot op het laatste moment gehoopt dat die hele Brexit niet

” Tegen beter weten in wordt een proces gestart waarvan vaststaat dat het een negatieve invloed zal hebben op vele generaties Europeanen aan beide zijden van het Kanaal. “

meer dan een gewiekst partijtje blufpoker van de Engelsen zou zijn om zo meer concessies bij de EU af te dwingen. Tenslotte werd door de zogeheten Brexiteers aantoonbaar en dusdanig veel gelogen, dat ze nog nauwelijks geloofwaardig waren.<sup>4</sup> Theresa May en de overgrote meerderheid van de parlement-

<sup>1</sup> De term *mayday* werd in 1923 als officiële noodoproep vastgelegd door Frederick Stanley Mockford (1897-1962), de hoogste radio-officier van de luchthaven London-Croydon, die destijds in nauw contact stond met de luchthaven van Parijs. De schrijfwijze, die in het Engels wordt geïnterpreteerd als een verwijzing naar 1 mei of de Dag van de Arbeid, wordt in het Frans geïnterpreteerd als de fonetische weergave van een roep om hulp. De uitroep wordt als het gebiedende infinitief *mâider!* (Help me!) opgevat of als verkorting van *Venez mâider!* (Kom me helpen!). Bron: [https://nl.wikipedia.org/wiki/Mayday\\_\(radiosignaal\)](https://nl.wikipedia.org/wiki/Mayday_(radiosignaal))

<sup>2</sup> Een pyrrusoverwinning is een succes waarvoor een te hoge prijs moet worden betaald. In de oorspronkelijke betekenis van het woord komen de winnaars even verzwakt uit de strijd als de verliezers, en kunnen niet voortbouwen op de overwinning. Bron: <https://nl.wikipedia.org/wiki/Pyrrusoverwinning>

<sup>3</sup> Bron: <https://nl.wikipedia.org/wiki/Pyrrusoverwinning>

<sup>4</sup> Bijvoorbeeld: <https://www.nrc.nl/nieuws/2017/03/29/brexit-land-is-niet-kalm-en-het-doet-maar-wat-7699282-a1552252>

sleden, of ze nu Tory of Labour zijn, beschikken zeker over het intellectuele vermogen om deze leugens te doorzien.

Maar met de typische *stiff upper lip*<sup>5</sup> wordt hier de wil van het volk doorgezet, hoewel een nieuw referendum vrijwel zeker tot een heel andere uitkomst zou leiden. Enerzijds zou de opkomst, voornamelijk onder jonge kiezers, die waarschijnlijk tot het no-kamp gerekend kunnen worden, veel hoger liggen en anderzijds zouden veel van de oorspronkelijke voorstanders van gedachten veranderd zijn. De auteur mist de verbeeldingskracht om zich in de hoofden van de Britse regeringsleden te verplaatsen, die zeker hun plaats in de geschiedenisboeken van toekomstige generaties zullen krijgen – niet als bevrijders, zoals ze ongetwijfeld hopen, maar als grafdelvers.

Hoe dan ook, alle betrokken partijen trekken hier aan het kortste eind. Nu begint een kwalijke, minstens twee jaar durende vechtscheiding, zoals we die in de film *The War of the Roses* met Michael Douglas en Kathleen Turner hebben kunnen zien. Wat de EU betreft, zijn er twee kampen. Aan

» De stemmen uit het *leave*-kamp die het Verenigd Koninkrijk een gouden toekomst beloofden als het eenmaal onder het juk van de EU vandaan was, zingen inmiddels een toontje lager. «

de ene kant staan degenen die Engeland tot afschrikwekkend voorbeeld willen stellen om potentiële navolgers te weerhouden hetzelfde te doen. En dan zijn er gelukkig nog mensen die hun verstand gebruiken en het Verenigd Koninkrijk niet willen bestraffen maar de zaak rationeel willen aanpakken om er het beste van te maken. Het is in elk geval moeilijk in te schatten wat de economische gevolgen voor *Great Britain* en de EU zullen zijn, al was het maar omdat er geen precedent is. De stemmen uit het *leave*-kamp die het Verenigd Koninkrijk een gouden toekomst beloofden als het eenmaal onder het juk van de EU vandaan was, zingen inmiddels een toontje lager. De lokale exportsector zal zeker profiteren van het zwakke pond, maar handelsbelemmeringen kunnen deze voordelen ruimschoots tenietdoen.

Tot zover mijn inleidende woorden. De economische en sociale gevolgen kunnen niet worden overzien, en daar zullen we in dit stadium genoegen mee moeten nemen.

De kapitaalmarkt heeft een afwachtende houding aangenomen met betrekking tot de Brexit. Behalve dat het Britse pond zoals

verwacht is gedaald en de aandelen van de Britse exporteurs zijn gestegen, is er verder nog niets gebeurd. Het is nu tijd om geduld uit te oefenen en te kijken wat de toekomst brengt.

De obligatiemarkten aan beide zijden van de Atlantische Oceaan zijn aanzienlijk gestegen nadat de regering Trump geen goedkeuring kreeg voor een nieuwe hervorming van de gezondheidszorg, die de zogenoemde *Obamacare* zou vervan-

» We moeten Donald Trump echter niet te vroeg afschrijven. «

gen. Zoals we al in de Marktcommentaar van vorige maand hadden opgemerkt, heeft de 45e president van de VS buiten wat geschreeuw tot nu toe niet veel meer weten te produceren dan een paar tweets. De markten beginnen daarom te betwijfelen of de *Trumpflation*, de verwachte economische groei, werkelijkheid zal worden. Het dalende rendement op 10-jarige Amerikaanse staatsobligaties, die van hun historische hoogtepunt van 2,63 % weer tot onder 2,40 % zijn teruggevallen, brengt de nodige scepsis teweeg. De inflatieverwachtingen van de markt (*5-Year / 5-Year-Forward*) zijn ook in de Verenigde Staten met ruim 20 basispunten gezakt, van hooguit 2,6 % naar 2,4 %. We moeten Donald Trump echter niet te vroeg afschrijven. Misschien wordt de aangekondigde belastinghervorming, als die er komt, niet „de grootste belastinghervorming aller tijden“, maar kan ze beslissende economische impulsen met zich meebrengen en ervoor zorgen dat de VS voorlopig niet in een recessie terechtkomt. De Amerikaanse centrale bank lijkt de toekomst met een zeker optimisme tegemoet te zien en heeft aangegeven dat er nog een aantal renteverhogingen aan zitten te komen. Onze Head of Research Yves Longchamp zal dit in het volgende deel nog uitvoerig toelichten. Tot die tijd zal – zoals we al maanden verwachten – het rendement op Amerikaanse staatsobligaties echter niet ver buiten de bandbreedte van 2,30 % tot 2,60 % treden.

In Europa is er door de uiteindelijk positieve verkiezingsuitslag in Nederland enig vertrouwen ontstaan dat de verkiezingen in Frankrijk en Duitsland niet voor onaangename verrassingen gaan zorgen. Tot eind maart was een vernauwing van de creditspreads ten opzichte van Duitse bunds waarneembaar. Sinds de *mayday!* op 29 maart zijn niet alleen de creditspreads tussen 10-jarige Italiaanse (+202 bp) en Spaanse (+135 bp) obligaties en de 10-jarige Duitse bund verbreed, maar ook die tussen Franse OAT's en de Duitse bund (+65 bp). *Sa-fe-haven*-aankopen lijken weer aan populariteit in te winnen. Thank you, England.

<sup>5</sup> Iemand met een *stiff upper lip* bewaart zijn zelfdiscipline en toont geen kwetsbaarheid of uitbundige vreugde. Bron: [https://en.wikipedia.org/wiki/Stiff\\_upper\\_lip](https://en.wikipedia.org/wiki/Stiff_upper_lip)

Wij beschouwen de huidige rendementsontwikkeling echter als een kortstondig fenomeen, aangezien de verkiezingsuitslagen in Frankrijk en Duitsland naar verwachting weer tot een ommekeer van de onlangs waargenomen trend zullen leiden en de rendementen op Duitse bunds ten opzichte van andere markten waarschijnlijk opnieuw zullen stijgen.

Tot dan blijft het spannend.



## Auteurs >>

### **Guido Barthels**

Portfolio Manager  
ETHENEA Independent  
Investors S.A.

### **Yves Longchamp, CFA**

Head of Research  
ETHENEA Independent  
Investors (Schweiz) AG

# Macro-economische vooruitzichten >>

## Eindfase conjunctuur – de laatste 36 maanden

Trouwe lezers van de Marktcommentaar weten reeds dat we ervan uitgaan dat de conjunctuur in een eindfase zit. De afgelopen maanden hebben we erop gewezen dat de Amerikaanse economie zich in een late fase van zijn cyclus bevindt, waarin het werkloosheidscijfer op een laag niveau blijft en de groei afneemt. Dit zijn slechts twee van de vele implicaties van dit scenario. We gaan dit onderwerp nu nader bestuderen door het historisch bewijsmateriaal van economische cycli in het verleden onder de loep te nemen en de belangrijkste macro-economische en financiële factoren systematisch te analyseren. Met dit artikel willen we meer inzicht verschaffen in de toestand waarin de huidige economische cyclus zich bevindt en de gevolgen daarvan voor de assetallocatie.

## Data

Het National Bureau of Economic Research (NBER, Amerikaans bureau voor economisch onderzoek) is een particuliere organisatie die bekendstaat om het vaststellen van data over de Amerikaanse economische cycli. Deze organisatie stelt de algemeen aanvaarde begin- en einddatum van recessies vast<sup>6</sup>. Deze dateringsprocedure gaat terug tot 1854. Terwijl vandaag de dag de oost- en westkust van de VS continu met elkaar verbonden zijn (denk aan Wall Street en de Silicon Valley), was de eerste transcontinentale spoorlijn tussen beide kusten in 1854 nog niet eens in gebruik genomen.

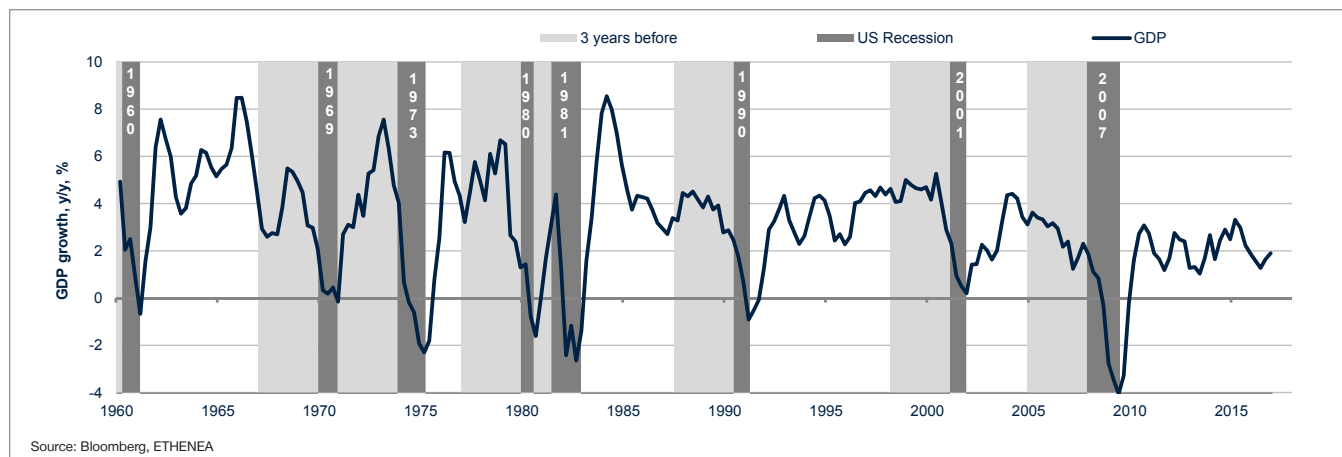
De statistieken van het NBER over recessies verschaffen inzicht in de werking van een economie. Een voorbeeld daarvan is de constatering dat recessies vaak voorkomen: gemiddeld

eens in de vijf jaar (33 keer sinds 1854). Ze maken dus deel uit van een normaal patroon. Ongeacht het wisselkoersbeleid, de zittende regering of de diverse instellingen – dan wel de afwezigheid daarvan – laat de geschiedenis duidelijk zien dat recessies gewoon gebeuren. De cijfers wijzen uit dat er sinds 1854 nog nooit een decennium voorbij is gegaan zonder recessie. Bovendien heeft sinds 1900 elke Republikeinse president minimaal één recessie meegemaakt, hetgeen betekent dat als president Trump erin slaagt om zijn mandaat zonder recessie af te sluiten, hij met recht een uitzonderlijke president kan worden genoemd.

Ook al gaan de gegevens over recessies terug tot 1854, moeten we onze set van waarnemingen beperken om zo sluitende resultaten te bekomen over onder andere rentevoeten, rendementen en inkomsten. Daarom gebruiken we de cijfers van het NBER vanaf 1960 voor het analyseren van de impact van een conjunctuur in de eindfase op een groot aantal economische en financiële factoren, zoals groei, inflatie, werkgelegenheid en werkloosheid, korte en lange rente, bedrijfswinsten, aandelenkoersen en K/W-ratio's. Wij definiëren de eindfase van een economische cyclus als de 36 maanden die voorafgaan aan het begin van een recessie.

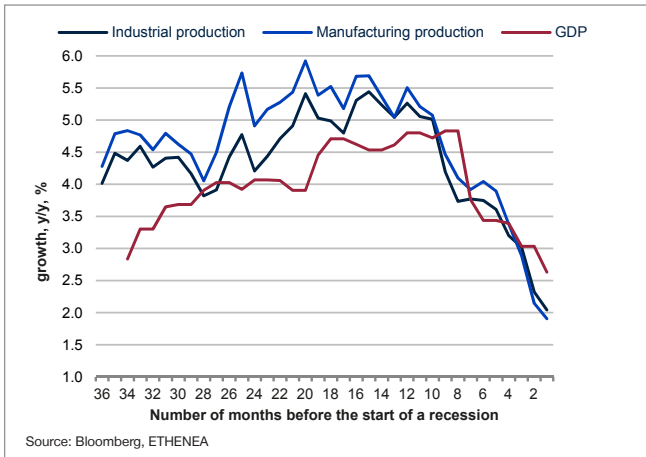
## Economische factoren

Grafiek 1 toont de bbp-groei cijfers sinds 1960. Recessies zijn donkergrijs gekleurd, de bijbehorende jaartallen wit en de eindfase van de economische cyclus (met andere woorden de 36 maanden voorafgaand aan de recessie) lichtgrijs. Merk op dat er tussen de recessies van 1969 en 1973 een periode van precies 36 maanden is verstreken. Tussen de recessies van 1980

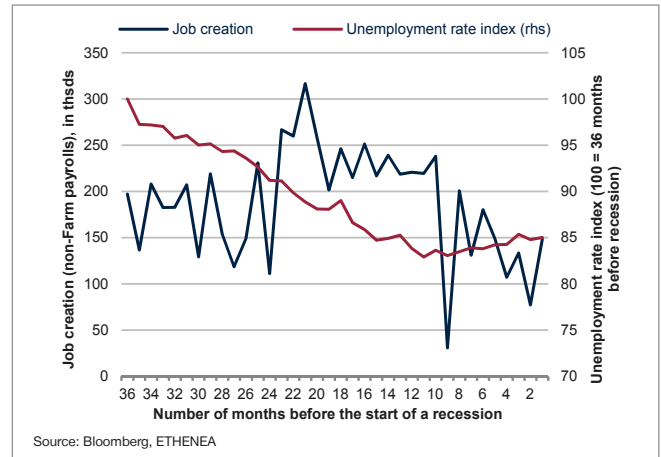


Grafiek 1: Groei, conjunctuur in een eindfase en recessies in de VS

<sup>6</sup> Bron: <http://www.nber.org/cycles/cyclesmain.html>



Grafiek 2: Groeivertraging\*



Grafiek 3: Vertraging van de werkgelegenheid

en 1981 waren dat er maar 11. In beide gevallen is onze definitie van eindfase van de economische cyclus (namelijk 36 maanden) niet geschikt omdat de beginfase van die economische cyclus

» Zoals we kunnen zien begon de groei pas te vertragen tijdens de laatste 12 maanden voorafgaand aan een recessie. «

daar ook toe behoort. We hebben de vrijheid genomen om de recessie van 1981 niet mee te nemen in onze analyse omdat de gegevens aanzienlijk afwijken van andere perioden.

Groei is de eerste belangrijke economische factor, omdat groei zeer nauw verbonden is met het begrip recessie. Hoewel de NBER bij het vaststellen van recessiedata meer factoren dan alleen groei gebruikt, is volgens een eenvoudige en algemeen geaccepteerde definitie een recessie een periode van twee opeenvolgende kwartalen van negatieve bbp-groei. Naast het bbp gebruiken we ook de productie van de industriële en de verwerkende sector als maatstaf voor groei, aangezien daarmee een nauwkeurige en tijdige schatting van de toestand van de economische cyclus kan worden gemaakt.<sup>7</sup> Door het gemiddelde te nemen van de eindfases van alle economische cycli sinds 1960 krijgen we een beter beeld van de laatste 36 maanden voorafgaand aan een recessie.<sup>8</sup> Grafiek 2 geeft een overzicht van de gemiddelde economische groei sinds 1960 tijdens de 36 maanden voorafgaand aan een recessie. Zoals we kunnen zien begon de groei pas te vertragen tijdens de laatste 12 maanden voorafgaand aan een recessie.

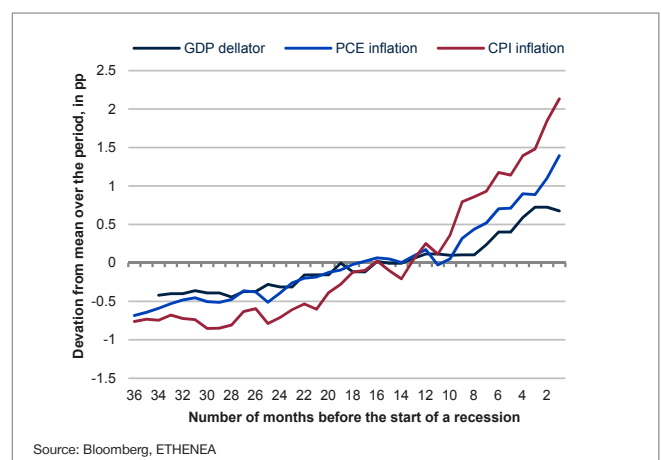
Het beeld dat uit de werkgelegenheids cijfers naar voren komt is vergelijkbaar met dat van de groeicijfers. Ongeveer 12 maanden voor het begin van elke recessie stabiliseerde het werkloosheidspercentage. In diezelfde periode nam de banengroei abrupt af van meer dan 200.000 banen per maand naar ongeveer 150.000, zoals blijkt uit grafiek 3.

Ook de inflatiecijfers vertonen een zeer specifiek patroon. In de regel gaat de inflatie in de eindfase van een economische cyclus omhoog. Grafiek 4 toont de ontwikkeling van de inflatie op basis van drie factoren (bbp-deflator, particuliere consumptie en de consumentenprijsindex) en laat duidelijk zien dat er tegen het eind van elke cyclus, ongeveer 12 maanden voordat de volgende recessie begint, sprake is van een stijging.

De huidige werkgelegenheids- en inflatiecijfers komen in grote lijnen overeen met de cijfers die we in het verleden in de eindfase van een economische cyclus hebben geconstateerd. De factor groei is daarentegen moeilijker vast te stellen omdat deze tot nu toe laag was en de afgelopen tijd niet noemenswaardig is afgenomen. In ieder geval lijkt deze benadering erop te wijzen dat een groeiversnelling onwaarschijnlijk is.

### Financiële factoren

De kortetermijnrente, dat wil zeggen de door de Fed vastgestelde rente (Federal Funds Rate), gaat geleidelijk omhoog in de eindfase van een economische cyclus. Dit sluit aan bij



Grafiek 4: Stijgende inflatie\*

<sup>7</sup> Lees meer over dit onderwerp in onze APROPOS... met als titel [Does manufacturing still matter?](#)

<sup>8</sup> Aangezien er maar 11 maanden zijn verstreken tussen de recessies van 1980 en 1981, nemen we die periode niet mee in onze steekproef.

de missie van de centrale bank om de inflatie onder controle te houden. De langetermijnrente, gemeten als de rente op 10-jarige Amerikaanse staatsobligaties, vertoont daarentegen geen enkel herkenbaar patroon en is de afgelopen 36 maanden vrijwel gelijk gebleven. De helling van de rentecurve, hier gemeten als het verschil tussen de rente op 10-jarige Amerikaanse staatsobligaties en de Federal Funds Rate, is bijzonder interessant. Ruim 12 maanden voor het begin van de eerstvolgende recessie werd de helling van de rentecurve negatief (grafiek 5).

We wijzen erop dat de helling van de rentecurve een indicator is die door beleggers en centrale banken bijzonder serieus wordt genomen. De centrale bank van de staat New York heeft op basis van dit idee een model ontworpen om de kans te berekenen dat er tijdens de komende 12 maanden een recessie ontstaat (grafiek 6). Volgens dat model is de kans dat in februari 2018 een nieuwe recessie begint momenteel 4,2%, wat bijzonder laag is.

Tot slot blijkt dat de Amerikaanse aandelenmarkt, op basis van de S&P 500, ongeveer 12 maanden voor het begin van de eerstvolgende recessie een piek bereikte (grafiek 7). De bedrijfswinsten gingen daarentegen over de hele periode gestaag

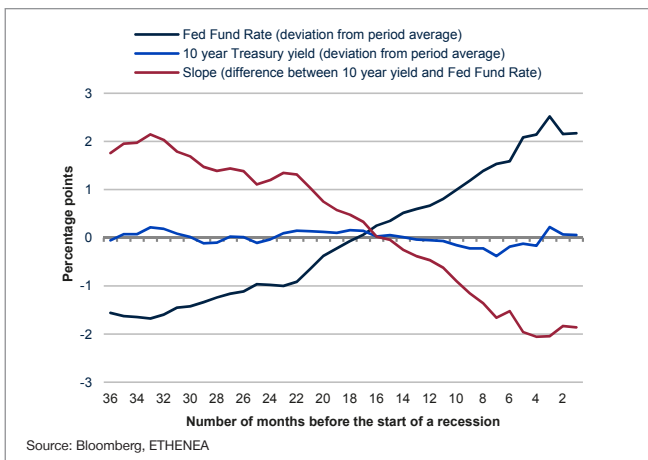
omhoog, waardoor de koers-winstverhouding (K/W) onder druk kwam te staan.

» Het scenario dat ervan uitgaat dat de conjunctuur in een eindfase zit, vindt weinig steun in de huidige trends van de financiële cijfers. «

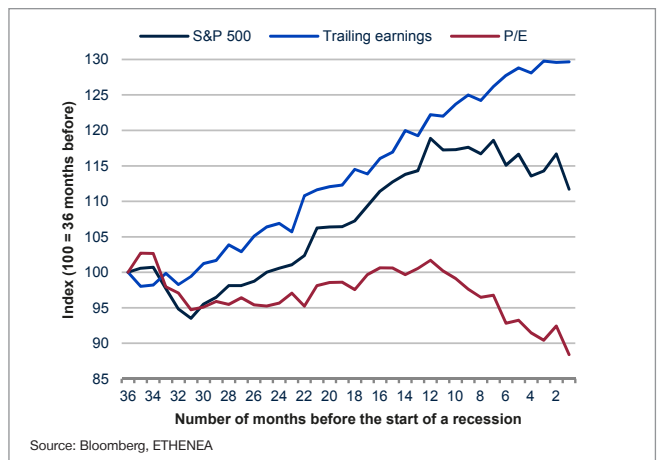
Het scenario dat ervan uitgaat dat de conjunctuur in een eindfase zit, vindt weinig steun in de huidige trends van de financiële cijfers. De helling van de rentecurve, die aan het afvlakken is, is immers duidelijk positief en de K/W blijft stijgen doordat de koersen omhoog gaan en de groei van de bedrijfswinsten vrij zwak is.

**Conclusie**

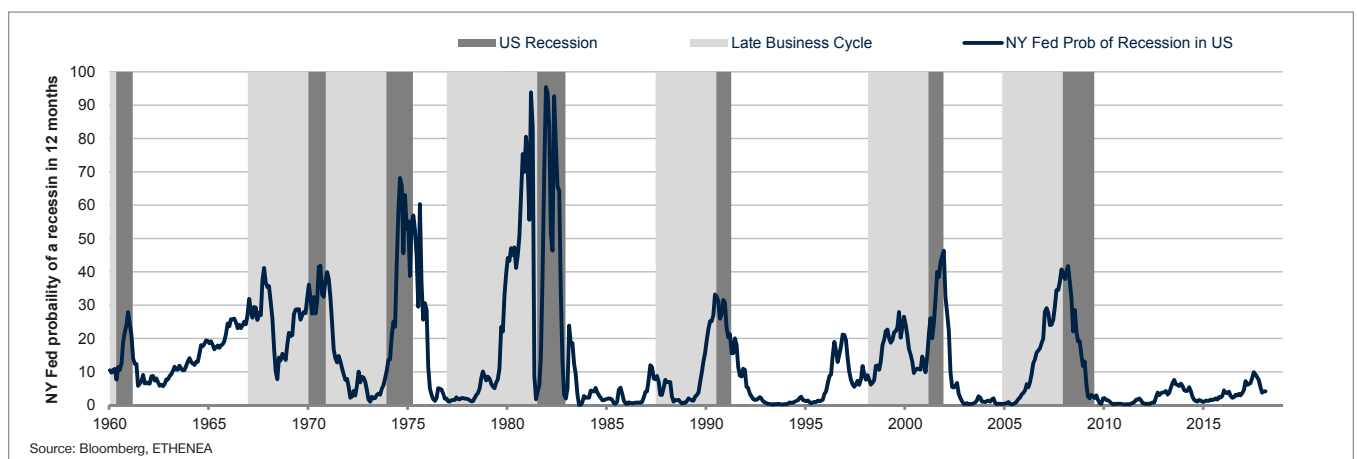
Er bestaat niet zoiets als een standaard economische cyclus. Elke cyclus is weer anders en het zou gevaarlijk zijn om de uitkomst van een analyse die gebaseerd is op een virtuele doorsnee-cyclus blindelings toe te passen op onze assetallocatie. Het is echter wel zo dat er bepaalde trends kunnen worden waargenomen die we serieus moeten nemen.



Grafiek 5: Hogere kortetermijnrente en negatieve helling van de rentecurve



Grafiek 7: Hogere winsten, terwijl aandelen en de koers-winstverhouding hun hoogtepunt hebben bereikt



Grafiek 6: De cijfers tonen nog geen recessie aan

De economische cijfers ondersteunen in grote lijnen het scenario dat ervan uitgaat dat de conjunctuur in een eindfase zit. De werkloosheids- en inflatiecijfers wijzen in die richting. De werkgelegenheid en de groei daarentegen duiden erop dat we, als de conjunctuur inderdaad in een eindfase zit, nog niet de laatste 12 maanden hebben bereikt en dat de groei gaat dalen. Volgens deze visie wijzen de financiële cijfers er in grote lijnen op dat de eindfase van de Amerikaanse conjunctuur, indien deze inderdaad bereikt is, in een beginstadium verkeert. Dat wil zeggen een periode waarin de kortetermijnrente omhooggaat, de rentecurve afvlakt maar nog wel stijgt en de K/W in de lift zit.

Deze resultaten wijzen erop dat de volgende recessie zich naar verwachting niet voor 2019 zal inzetten en dat de kortetermijnrente en de aandelenkoersen verder zullen stijgen.



Auteur >> >>

**Yves Longchamp, CFA**

Head of Research

ETHENEA Independent Investors (Schweiz) AG





## Auteurs >>

Het Portfolio Management Team en de Head of Research



*Zittend (van links naar rechts): Daniel Stefanetti, Guido Barthels, Luca Pesarini, Arnaldo Valsangiacomo, Christian Schmitt, Peter Steffen; Staand (van links naar rechts): Simon Oeser, Fabian Scheler, Ralf Müller, Roland Kremer, Jörg Held, Matthias Brachtel, Niels Slikker, Yves Longchamp – Head of Research bij ETHENEA Independent Investors (Schweiz) AG & Thomas Herbert (niet afgebeeld).*

## 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, 31.03.2017.