

MARKTCOMMENTAAR

info@ethenea.be | ethenea.be

Entropie van de markten



Ijsklontjes in een warme drank leiden tot een koude drank zonder ijsklontjes: dat noemen we entropie. Maar waartoe leiden groei in de VS en stagnatie in de Oude Wereld? Is de wet van de entropie ook hier van toepassing?

Copy right: 123RF Stockfoto

Zelden heeft de auteur zo gesmacht naar het einde van het jaar als in 2014. Achteraf dringt zich bij de alerte marktanalist het gevoel op dat we nagenoeg van de ene crisis in de andere zijn gerold. Er was slechts één korte onderbreking: in de zomer tijdens het wereldkampioenschap voetbal in Brazilië, met een buitengewoon gelukkige afloop voor Duitsland. Maar welke crisis voerde de boventoon? Als welk crisisjaar zal jaar nummer 8 de geschiedenisboeken ingaan? Aan het begin van het jaar, al behoorlijk in de vergetelheid geraakt, eiste het verrassend zwakke eerste kwartaal van het Amerikaanse bruto binnenlands product (BBP) alle aandacht op - inclusief de daarmee gepaard gaande waslijst aan gevolgen voor de markten. Met het herstel van de Amerikaanse groei in het tweede kwartaal werd het thema echter weer naar de achtergrond verdrongen, temeer daar de markten hun ogen weer richtten op Oekraïne na het vermoedelijke neerschieten van vlucht MH17¹ boven het oosten van het land. Sindsdien zijn ook de betrekkingen tussen Rusland en de rest van de wereld aanzienlijk bekoeld. Het tot dusver trieste dieptepunt

bij dit drama is ongetwijfeld de ineenstorting van de roebel tegen het einde van het jaar. Zelfs de vrije val van de prijs voor ruwe olie, die sinds september versneld is, wordt niet alleen door de aanhangers van complottheorieën in één adem genoemd met de westerse sancties tegen Rusland.

Daar de Organisatie van olie-exporterende landen (OPEC) niet in staat is de winningshoeveelheden te beperken om de prijsval tegen te gaan, is de OPEC als kartel vrijwel overbodig geworden, waar de auteur echter beslist niet wakker van zal liggen. De mogelijke gevolgen die een langdurige stagnatie van de olieprijs op het huidige niveau zou kunnen hebben voor de wereldeconomie, de schaliegas(/olie)industrie in de Verenigde Staten en de begroting van diverse landen (Rusland voorop), zouden de auteur eerder slapeloze nachten kunnen bezorgen.

Een andere crisisfactor is de toenemende invloed van de terreurorganisatie Islamitische Staat (IS). Pas kort geleden werden we opgeschrikt toen erkende westerse islamdeskundigen

¹ Vluchtnummer van het Malaysia Airlines-toestel dat op 17 juli 2014 in de buurt van de stad Terez neergestort is. Alle 298 ingezetenen kwamen daarbij om het leven.



2014 Research Cross Asset Views

Equities vs Fixed Income 2014 Outlook

	BAML	Barclays Capital	BlackRock	BNP Paribas	CITI	Credit Suisse	Deutsche Bank	Goldman Sachs	HSBC	Jefferies	JP Morgan	Morgan Stanley	UBS
Global Equities													
Global FI													

Overweight (Green)

Neutral (Grey)

Underweight (Red)

Source: Blackrock

Grafiek 1: Prognoses van diverse kapitaalmarktdeskundigen voor 2014 aan het begin van het jaar

IS aanduiden als grootste macht in Klein-Azië sinds het Midden-Oosten, Noord-Afrika en delen van Europa gebukt gingen onder het juk van de Moren. De nog altijd grote populariteit van IS onder met name jongere moslims lijkt te zorgen voor een gestage aanvoer van menselijke en materiële middelen. Ook al staan thema's als Rusland en olie centraal in grote delen van de westerse wereld, het potentiële gevaar van IS voor onze op vrijheid gerichte manier van leven mag niet worden onderschat. Maar in het kader van deze analyse kunnen we hier helaas niet nader op ingaan.

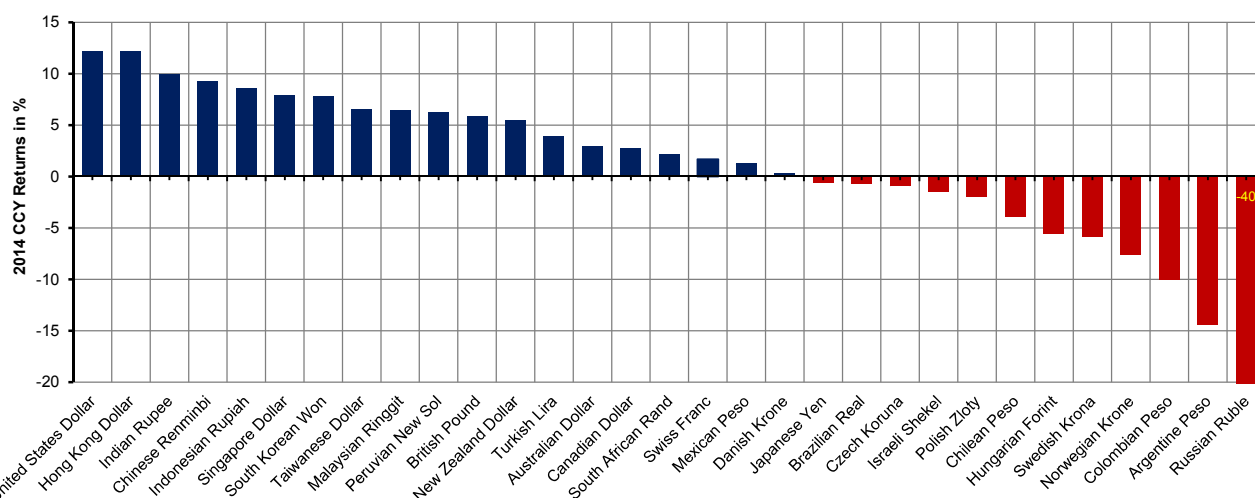
Omdat we hier vooral onze kijk op de zaken voor 2015 uiteen willen zetten, hebben we een extra deskundige in de arm genomen. Op doortastende wijze blikt Yves Longchamp terug op de economische situatie in Europa, de Verenigde Staten en Japan in 2014, en kijkt hij vooruit naar 2015. Hij legt uit waarom de eurozone ondanks schijnbare parallellen toch niet te vergelijken is met Japan. Vervolgens verklaren we de historische samenhang tussen wijzigingen van de basisrente en obligatierendementen, met alle gevolgen van dien, mocht de US Federal Reserve (Fed, centrale bank van de Verenigde Staten) de daad bij het woord voegen. Ten slotte laten we zien wat het van

doen heeft met *BEER* en dat dit niet alleen de Engelse benaming voor de Duitse lievelingsdrank is.

Voordat we nu de door ons gekozen titel gaan toelichten, willen we de lezer graag een korte terugblik op de kapitaalmarkten doen werpen.

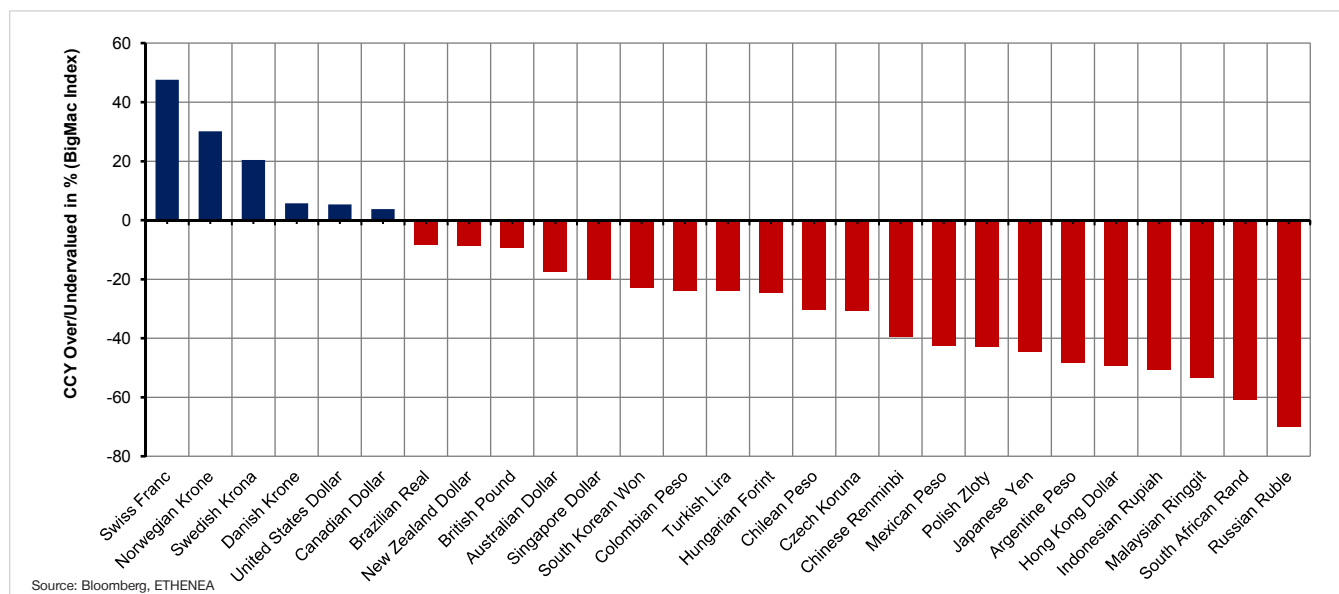
Laten we eens kijken naar het begin van 2014. De zogenaamde experts van de beleggingsmaatschappijen verkondigden in koor dat 2014 na 2013, het jaar van de obligaties, een *aandelenjaar* zou worden (grafiek 1).

Zelfs wie niet dagelijks met de markten te maken heeft, weet dat 2014 allesbehalve een rechtlijnig jaar was. Alvorens in te gaan op de concrete aandelen- of obligatiemarkten, moeten we kijken naar de wisselkoersschommelingen ten opzichte van de euro (grafiek 2). De grote winnaar is de USD, die tegenover de EUR met 12 % is gestegen. Ook de AUD nam bijna 3 % in waarde toe, terwijl de kelderende olieprijs medeverantwoordelijk was voor de vrije val van de NOK (-7,6 %). Zelfs de CHF kon moeiteloos met 1,6 % stijgen alvorens de maximale waarde van 1,20 te bereiken.



Source: Bloomberg, ETHENEA

Grafiek 2: Valutawinsten/-verliezen ten opzichte van de euro



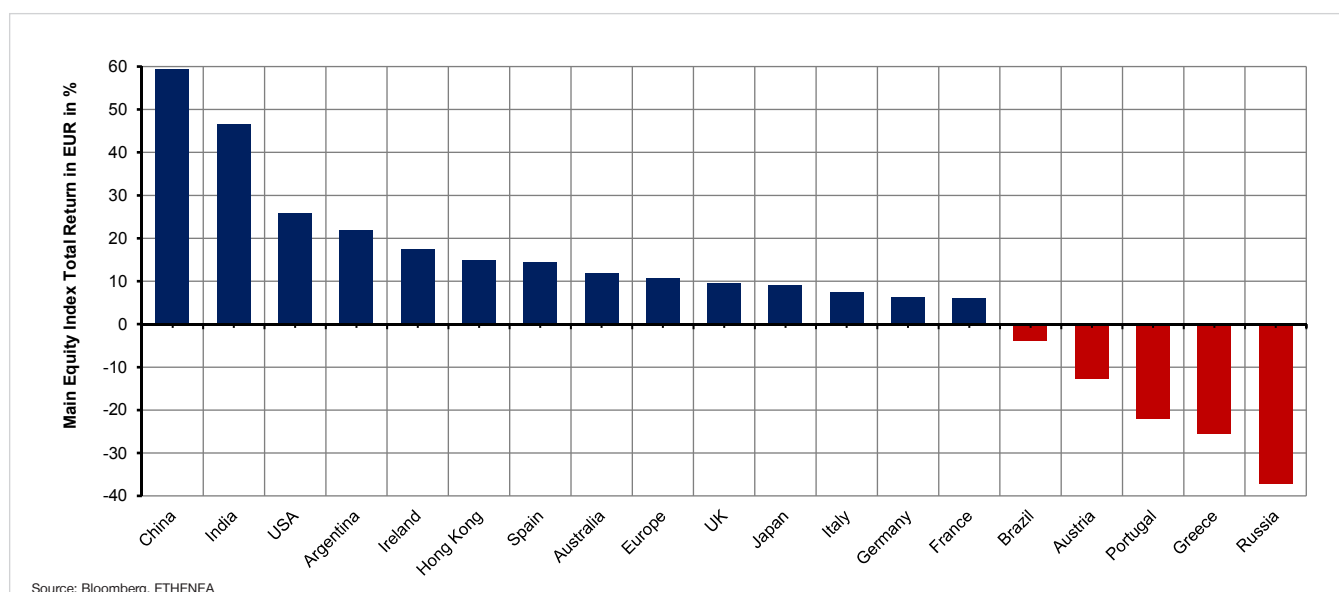
Grafiek 3: Over- of onderwaardering van een valuta ten opzichte van de euro volgens de Big Mac-index

De roebel is met een waardeverlies van 40 % de negatieve uitschieter.

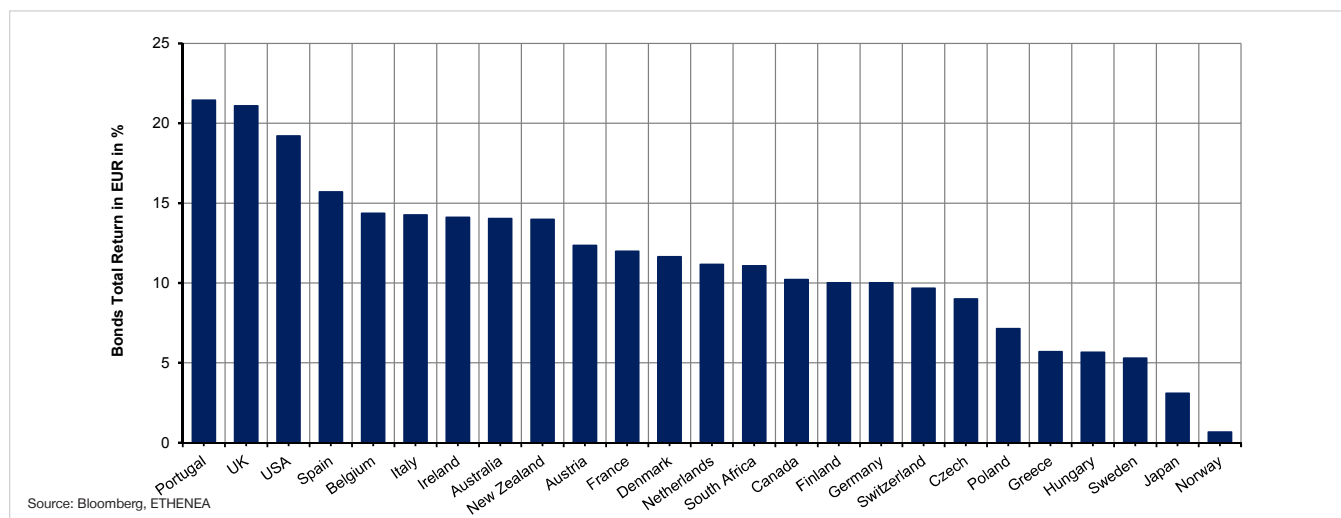
Dat de CHF volgens de theorie van de Purchasing Power Parity (PPP) fors overgewaardeerd is, weet iedereen die in de afgelopen jaren in Zwitserland een restaurant heeft bezocht en de rekening uit eigen zak moest betalen. Iets nauwkeuriger gezegd, meet deze koopkrachtpariteit op basis van de Big Mac-index, die veronderstelt dat de bekende dubbele hamburger min of meer gelijk geprijsd is (grafiek 3). Op grond daarvan is de CHF bijna 50 % overgewaardeerd, wat ongeveer overeenkomt met de inschatting van de auteur. Ook de NOK is ondanks de daling nog altijd 30 % overgewaardeerd. De USD is bijna eerlijk geprijsd, met slechts 5 % overwaardering. Dat de roebel ondergewaardeerd is, zal na de wisselkoersbewegingen van de laatste dagen van het jaar niemand verrassen. De

omvang, bijna 70 %, baart echter zorgen. Mocht de wisselkoers langere tijd rond dit niveau blijven schommelen, dan zou dit verregaande gevolgen hebben voor de welvaart van de Russische bevolking en daarmee voor de sociale vrede in het land.

Grafiek 4 toont de jaaropbrengst van een eurobelegger in de desbetreffende hoofdaandelenindex. Terwijl de DAX slechts 6 % opbracht, en dat ook alleen dankzij de opleving na de laatste bijeenkomst van het Federal Open Market Committee (FOMC), behoort een rendement binnen de US S&P 500 van 25 % tot de mogelijkheden. Wanneer we echter bedenken dat 12 % van dit rendement door de wisselkoers werd gegenereerd, krimpt het resultaat uit het aandelenrisico tot 13 %. De auteur laat het aan de lezer over zich verder te verdiepen in de andere aandelenmarkten.



Grafiek 4: Jaaropbrengst van een eurobelegger in de betreffende hoofdaandelenindex



Grafiek 5: Jaaropbrengst van een eurobelegger in de betreffende staatsobligatiemarkt met een looptijd langer dan een jaar

Grafiek 5 ten slotte laat zien dat 2014 voor de staatsobligatiemarkten allesbehalve negatief was. Zelfs de brede bond market indices, waarin alle staatsobligaties met een resterende looptijd van meer dan een jaar zijn opgenomen, hebben op jaarbasis heel behoorlijk gepresteerd. Dat convergentiemarkten zoals Portugal, Spanje, Italië en Ierland behoorlijke rendementen realiseerden, komt niet als een verrassing. Maar zelfs beleggingen in US Treasuries leverden na aftrek van het valuta-effect nog altijd meer dan 7 % op – en dat nadat de deskundigen eensluidend hadden verkondigd dat de rendementen voor Amerikaanse 10-jarige obligaties tot ruim boven 3 % zouden stijgen (zie opnieuw grafiek 1). Duitse staatsobligaties hadden een rendement van 10 %, wat aan het begin van 2014 bijna niemand voor mogelijk zou hebben gehouden. Ook de auteur had een dergelijke ontwikkeling van het rendement op Duitse staatsobligaties niet voor mogelijk gehouden, terwijl mensen die hem kennen weten dat hij een zwak heeft voor obligaties. Toen hij zijn 10-jarige Bunds aan het einde van de zomer tegen een rendement van amper 1 % verkocht, dacht hij nog dat we historische laagterecords gingen vestigen. Mooi niet dus.

Omdat prognoses het kennelijk heel sporadisch bij het juiste eind hebben, nog afgezien van het feit dat ze geen betrekking hebben op de toekomst, onthouden wij ons hier van prognoses. In plaats daarvan streven wij ernaar het aan ons toevertrouwde vermogen in elke marktsituatie duurzaam te beheren. En daarvoor staat het Portfolio Management Team van ETHENEA garant.

Voordat we nu onze deskundige mede-auteur aan het woord laten, is het zaak de titel van deze Marktcommentaar toe te lichten.

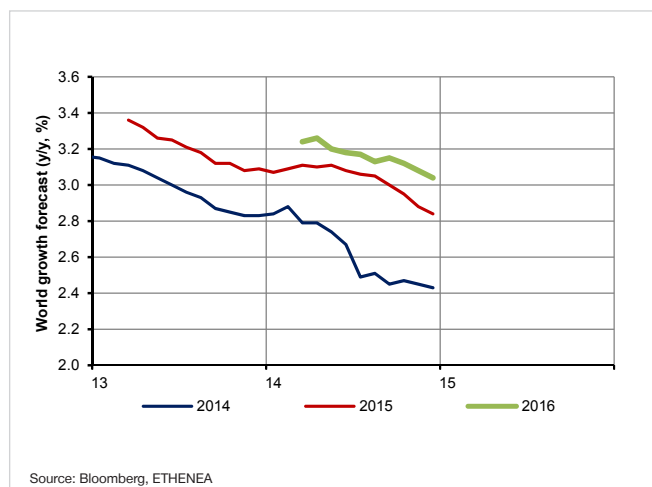
Entropie, een begrip uit de thermodynamica, verwijst naar een door de natuur nagestreefde toestand van chaos, van vermenging. Hoe groter de chaos, des te groter de entropie. We kennen entropie allemaal uit het dagelijks leven, bijvoorbeeld wanneer we onder de douche met de mengkraan ijskoud en gloeiend heet water mengen en het vanzelfsprekend vinden dat niet tegelijkertijd een dunne koude en een hete straal maar een gemengde warme waterstraal uit de douchekop komt. De hete en koude watermoleculen mengen zich met elkaar.

De natuur houdt niet van extremen, en probeert deze juist te compenseren.

Hetzelfde geldt in ieder geval ten dele voor de kapitaalmarkten en de wereldeconomie. Zo zijn de analisten het erover eens dat de Verenigde Staten in 2015 fors zullen groeien, terwijl de eurozone zal blijven kwakkelen. De groei van de ene regio zal echter van invloed zijn op het gebrek aan groei in de andere, zoals in een gemonialiseerde wereld zonder noemenswaardige handelsbelemmeringen ook intuïtief het geval zou moeten zijn. In welk tempo en in welke mate de economische entropie de groeicijfers in 2015 naar elkaar toe laat bewegen, zal Yves Longchamp aansluitend toelichten.

Rendementen van vrij beschikbare beleggingsmogelijkheden zoals Amerikaans staatspapier en Duitse staatsobligaties kunnen bovendien slechts in beperkte mate uiteenlopen voordat arbitranten ze weer nader tot elkaar brengen. Ook een effect dat met entropie kan worden geassocieerd.

Nu volgt een uiteenzetting door onze macro-economische deskundige Yves Longchamp.



Grafiek 6: Toenemend pessimisme*



Grafiek 7: Afnemend optimisme*

Economische retrospectieve

De economische ontwikkelingen van het afgelopen jaar kunnen waarschijnlijk het best worden samengevat met het woord pessimisme. Op allerlei manieren werden door de grootste centrale banken, de internationale instituten en marktanalisten de groei- en inflatievoorspellingen het hele jaar door neerwaarts bijgesteld. De grafieken 6 en 7 laten zien hoe maand na maand de groei- en inflatievoorspellingen voor 2014, 2015 en 2016 geleidelijk neerwaarts werden bijgesteld.

Achter dit over het algemeen sombere beeld gaat echter de dynamiek schuil die we konden waarnemen in de twee voor ons belangrijkste economieën: de eurozone en de VS. Door een bijzonder strenge winter, die de activiteit letterlijk bevroor, kende het eerste kwartaal van 2014 in de VS een koude start. In die periode kromp het BBP seizoensgecorrigeerd met 2,1 % (kwartaal op kwartaal). Daarna ontwaakte de Amerikaanse economie uit zijn winterslaap en liet de rest van het jaar een duurzame groei aantekenen. Het herstel ging ook samen met een verdere verbetering van de arbeidsmarkt. De werkloosheid daalde onder de 6 % en het aantal nieuwe banen steeg snel.

In lijn met het geleidelijke herstel van de Amerikaanse economie ging de Fed verder met het aanpassen van haar monetair beleid, op dezelfde manier als Ben Bernanke in september 2013 was begonnen, namelijk door de obligatie-inkopen af te bouwen (*tapering*). In oktober vorig jaar kwam er een eind aan de derde monetaire versoepeling, waarmee de vraag rijst wanneer in 2015 de rente zal worden verhoogd.

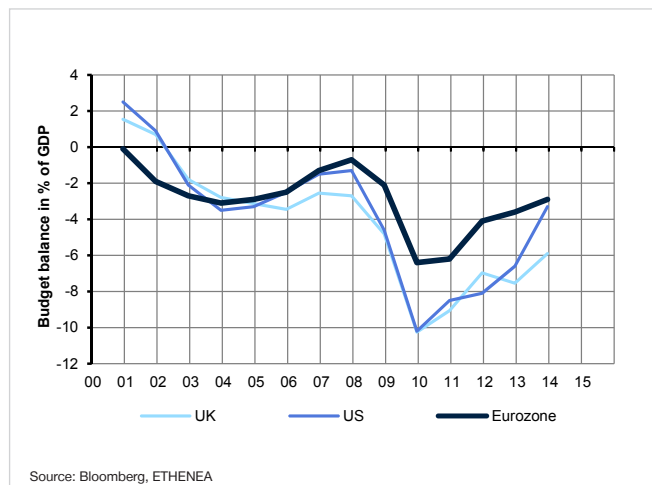
De situatie in de eurozone was totaal anders. Het economisch jaar begon goed: de eenheidsmunt zat in de lift (iets onder de 1,38 op 1 januari 2014), het BBP noteerde in het eerste kwartaal de snelste groei van het jaar (seizoensgecorrigeerd +1,2 % kwartaal op kwartaal) en de dalende inflatie lag op 0,8 %. De rest van het jaar vertraagde de economie in de eurozone alleen maar en naderde de inflatie het nulpunt.

Het herstel werd bemoeilijkt door de trage uitvoering van de hervormingen, de slechte samenwerking tussen de overheden en hun besluiteloosheid over een pan-Europees herstelplan. Met uitzondering van het bescheiden plan van Jean-Claude Juncker, is het voor de nationale regeringen vrijwel onmogelijk een stimulerend fiscaal beleid in te voeren zolang zij gebonden zijn aan het criteria voor begrotingstekorten van 3 % uit het Verdrag van Maastricht.

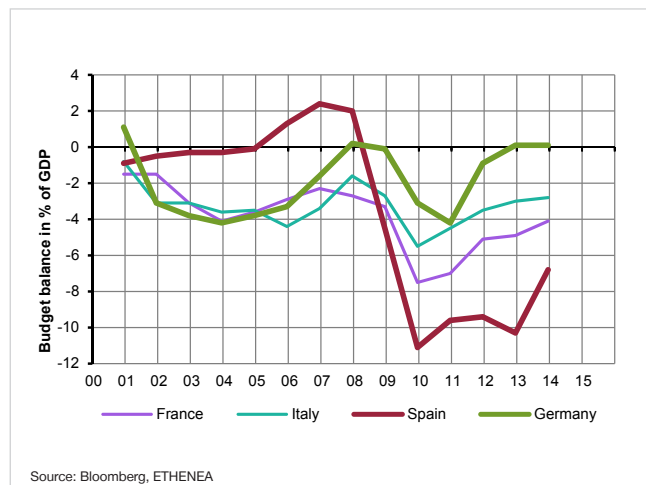
Ter compensatie was de Europese Centrale Bank (ECB) hyperactief. Ze voerde een uitgebreide test van het Europese bankstelsel uit, bracht de rente omlaag tot nul en zelfs daaronder, introduceerde nieuwe niet-conventionele maatregelen zoals langerlopende herfinancieringstransacties (*Targeted Longer-Term Refinancing Operations*, kort: TLTRO) en opkoopprogramma's voor Asset Backed Securities (ABS) en Covered Bonds. Bovendien opende de ECB de deur voor kwantitatieve versoepeling volgend jaar.

De verschillen tussen de Amerikaanse en Europese economieën worden het best geïllustreerd door de scherpe devaluatie van de euro ten opzichte van de Amerikaanse dollar, van 1,38 begin 2014 tot ongeveer 1,24 een jaar later, en het verschil in rendement tussen Amerikaanse en Duitse staatsobligaties met een looptijd van 10 jaar, dat opliep tot 150 basispunten in het voordeel van de VS.

De Japanse economie heeft een afwisselend jaar 2014 achter de rug. De meest ingrijpende gebeurtenis was ongetwijfeld de btw-verhoging in april. Deze leidde na een opleving van de consumptie in de twee daaropvolgende kwartalen tot een technische recessie. De Japanse nationale bank BOJ reageerde eind oktober op de economische malaise door aan te kondigen de toch al agressieve uitbreiding van haar balanstotaal verder op te voeren. Ook premier Shinzō Abe probeert de kwakkelende economie van nieuwe impulsen te voorzien door de btw-verhoging uit te stellen van oktober 2015 naar in eerste instantie het voorjaar van 2017.



Grafiek 8: Fiscale stimulering



Grafiek 9: Fiscale stimulering

Van de tot dusver in het kader van Abenomics² afgevuurde pijlen, namelijk kwantitatieve versoepeling plus fiscale stimulering, heeft vooral eerstgenoemde een blijvend effect op de economie – door een verzwakking van de yen, ongekend lage rente en stijgende aandelenkoersen. Omdat Japanse kleine spaarders hun spaargeld grotendeels in veilige beleggingen zoals obligaties parkeren, heeft het land tot dusver niet echt geprofiteerd van dit beleid. In tegendeel: terwijl de consumentenprijzen oplopen door hogere invoerkosten en een extra btw-verhoging, houden de lonen hiermee geen gelijke tred. Dat bij dalende reële inkomens de consumptie op een laag pitje staat en de stemming nogal bedrukt is, daar kijkt ook hier te lande niemand van op. Net als in de legende kunnen de afzonderlijke pijlen alleen worden gebogen. Blijft te hopen dat geen van de pijlen breekt voordat ze gezamenlijk hun doel bereiken.

Naast de economische ontwikkelingen in de VS, de eurozone en Japan, werd de wereldeconomie ook opgeschrikt door valutacrisen in Argentinië en Turkije, vrees voor een vertraging in China, protesten in Hongkong en de opkomst van de Islamitische Staat. Gelukkig voor de beleggers bleken deze gebeurtenissen van tijdelijk aard of in ieder geval beheersbaar. De ontwikkelingen in Oekraïne en Rusland en de meer recente vrije val van de olieprijs zouden meer schade kunnen aanrichten.

Economische vooruitzichten

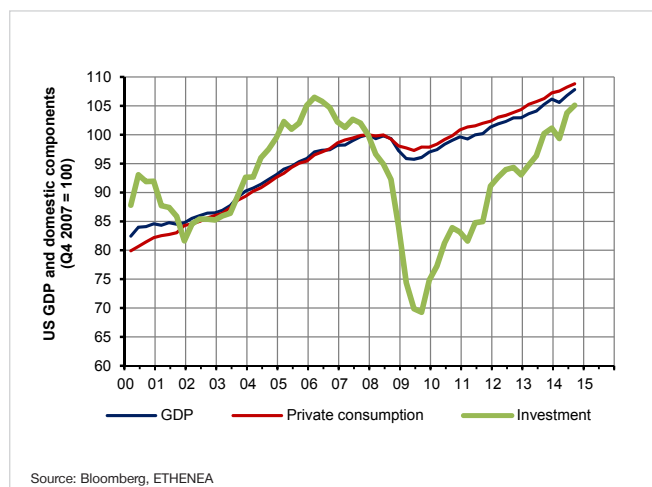
De verschillen tussen de VS en Europa zullen naar verwachting in 2015 aanhouden. Onze overtuiging is gebaseerd op de fundamentele verschillen tussen de Amerikaanse en Europese economie en de doeltreffendheid van het economische en monetaire beleid.

De Amerikaanse economie was het epicentrum van de wereldwijde financiële crisis, die vooral - zoals de naam al doet vermoeden - een *financiële* crisis was en niets anders. Ook in Europa ondervonden de banken schade door de wereldwijde financiële crisis. Sommige gingen failliet en andere moesten door de overheid worden gered. In tegenstelling tot de VS werd de eurozone ook getroffen door een *institutionele* crisis, die de regeringen aan banden legde. Zowel in de VS als in de eurozone werden banken geherkapitaliseerd, was de rente laag en vonden er liquiditeitsinjecties plaats. Maar alleen de VS kwam met een omvangrijk fiscaal stimuleringspakket (grafiek 8). Dit is een sleutelfactor die de uiteenlopende groei-ontwikkeling grotendeels verklaart. Ook binnen de eurozone gaat deze analyse op. Spanje is zich aan het herstellen, terwijl Italië daar eigenlijk nog aan moet beginnen (grafiek 9).

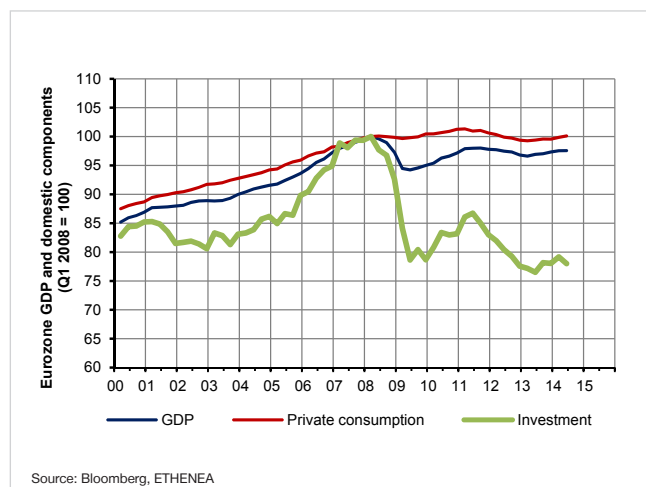
Er bestaat geen algemene oplossing voor de sterk uiteenlopende economieën van Europa. De ECB kan met haar eenheidsmunt en eenheidsrente niet adequaat reageren op de onderling afwijkende economieën van de lidstaten. De regeringen zijn gebonden aan het Verdrag van Maastricht, zodat ze geen krachtige fiscale stimuleringsmaatregelen kunnen nemen. Daardoor worden de verschillen tussen de landen gecorrigeerd in de vorm van pijnlijke aanpassingen in het concurrentievermogen, wat bij de sterkst getroffen economieën uitloopt op hoge werkloosheid en/of deflatie. Aangezien er geen Europees instituut bestaat dat deze verschillen kan opheffen, zijn in de perifere landen de monetaire voorwaarden te krap en is het fiscaal beleid te strak.

Zo beschouwd zijn de vooruitzichten in Europa niet geweldig en begrijpen we waarom de investeringen en de consumptie hun niveau van voor de crisis nog niet hebben bereikt. De

² Economisch programma van de Japanse premier Shinzō Abe



Grafiek 10: Herstel in de VS



Grafiek 11: Herstel in de eurozone

reële investeringen liggen nu 20 % onder de piek van de cyclus en de privéconsumptie heeft er meer dan 6 jaar over gedaan om de piek van de cyclus weer te bereiken. In de VS daarentegen is de privéconsumptie 9 % hoger en liggen de investeringen 5 % hoger. Het BBP ten slotte is in de VS met 8 % gestegen en in de eurozone met 2 % gedaald (grafiek 10 en 11).

De investeringen zijn opvallend laag in de eurozone en daaruit blijkt heel duidelijk waar de schoen knelt in Europa: de lage binnenlandse vraag. De banken in de eurozone zijn geherkapitaliseerd, er is een overvloed aan liquiditeiten en de rente is lager dan ooit: de ideale omstandigheden voor een kredietexplosie. Maar er gebeurt niets. Beleggers en consumenten raken ontmoedigd door pessimisme, een gebrek aan visie in Europa en een gebrek aan positieve economische vooruitzichten.

Wij zien drie mogelijke antwoorden op de sombere situatie in Europa. Het eerste zou bestaan uit krachtige fiscale stimulerende maatregelen om de slappe binnenlandse vraag aan te wakkeren. Ook al zou het een efficiënte oplossing zijn, toch is ze niet uitvoerbaar omdat er geen enkel instituut bestaat om een dergelijk beleid te voeren. De tweede mogelijkheid is een nog verdere verruiming van het monetair beleid, ter compensatie van het falende politieke systeem. Al is dit niet de beste oplossing, toch verwachten we dat de ECB begin 2015 aan een kwantitatieve verruiming zal beginnen. De laatste mogelijkheid is gewoon *blijven aanmodderen*, d.w.z. dat er pijnlijke economische aanpassingen en enkele structurele hervormingen zullen plaatsvinden, totdat de bodem in zicht komt – wat een beetje aan Griekenland doet denken. Er zitten veel risico's vast aan dat alternatief omdat het tot politieke radicalisering en sociale onrust kan leiden. We hopen dat een dergelijk scenario nooit werkelijkheid wordt, omdat het mogelijkserwijs zal leiden tot wanbetaling van staatsschulden en uiteindelijk tot het uiteenvallen van de eurozone. Maar we houden de situatie wel in de gaten.

De combinatie van een ruime monetair beleid en een lage binnenlandse vraag leidt tot lage inflatie of zelfs deflatie. Het directe gevolg is een zeer lage korte rente. Verder zullen de rendementen van Europese staatsobligaties convergeren. Een grotere divergentie zal waarschijnlijk geïnterpreteerd worden als een toenemend risico op opsplitsing van de eurozone. Ten slotte, en dat klinkt paradoxaal, zou een dergelijk klimaat positief kunnen uitpakken voor aandelen, aangezien obligaties duur zijn en de nieuw beschikbare liquiditeiten naar verwachting ook in de aandelenmarkt zullen worden belegd.

Laten we echter niet vergeten dat er ook een paar groene scheuten voorzichtig uit de grond steken die volgend jaar tot bloei zouden kunnen komen. Ten eerst is de situatie op de arbeidsmarkt in 2014 langzaam beter geworden. Er zijn nieuwe banen gecreëerd en de werkloosheid daalt. Normaal gesproken is dat een voorbode van een herstel van de consumptie. Natuurlijk zou de lage olieprijs ook een positieve invloed op de consumptie kunnen hebben. Verder zijn de kredietstromen naar niet-financiële ondernemingen de laatste maanden enigszins gestegen, wat op een licht herstel van de investeringen zou kunnen wijzen.

In de VS zijn de economische vooruitzichten aantrekkelijk. De binnenlandse vraag, zowel de privéconsumptie als de investeringen, is robuust. De situatie op de arbeidsmarkt zal naar verwachting verder verbeteren, wat ook goed is voor de koopbereidheid en de koopkracht van huishoudens. Al bij al verwachten we dat de Amerikaanse economie bijna vier keer zo snel zal groeien als die van de eurozone, met respectievelijk 3,1 % en 0,8 %.

In 2015 zal de Fed haar monetair beleid aanpassen aan de economische ontwikkelingen. Tijdens de bijeenkomst van de FOMC in december gaf de Voorzitter van de Fed, Janet Yellen, in nog iets duidelijkere bewoordingen aan dat het monetair beleid geleidelijk "genormaliseerd" zal worden. Dit komt erop neer dat de eerste renteverhoging dit jaar,

waarschijnlijk in de zomer, zal worden doorgevoerd. We zullen wel moeten oppassen voor de ontwikkeling van de lange rente, een onderwerp dat later in deze publicatie aan de orde komt.

In elk geval is het waarschijnlijk dat de verschillen in de bedrijfscycli en het monetaire beleid tussen de VS en Europa groter zullen worden. Dit verhoogt de druk op de eenheidsmunt. De daling van de euro wordt in Europa als positief ervaren. De internationale concurrentiepositie wordt erdoor verbeterd en de deflatoire druk neemt af. De stijging van de dollar heeft geen grote gevolgen voor de grootste economie van de wereld, aangezien deze vooral door de binnenlandse vraag wordt aangejaagd. Zo lang de EUR/USD-wisselkoers zich zowel voor de eurozone als de VS gunstig ontwikkelt, is het waarschijnlijk dat deze trend zal doorzetten.

Zwitserland

Ondanks de sterke Zwitserse frank en het zwakke Europa (de belangrijkste handelspartner) heeft de Zwitserse economie het in 2014 opvallend goed gedaan. Maar zo lang de Zwitserse frank aan de euro gekoppeld blijft, is Zwitserland in monetair opzicht niet zelfstandig meer. En door de deflatiedreiging in Europa is Zwitserland bezig deflatie te importeren. Ondertussen neemt de opwaartse druk op de Zwitserse frank steeds verder toe. Om het speculeren tegen te gaan, legt de Zwitserse Nationale Bank (SNB) een negatieve rente - een verkapte heffing - op aan deposito's in Zwitserse frank van financiële instituten.

De SNB zit klem tussen twee gevaren: ze heeft een zwakkere munt nodig om de deflatoire druk tegen te gaan, maar de Zwitserse frank blijft stijgen door de internationale vraag naar veilige activa. Als in 2015 de deflatie doorzet in Europa, zou de druk op de Zwitserse frank zo ver kunnen oplopen dat de SNB gedwongen zou zijn om de EUR/CHF-pariteit te herzien om de frank te verzwakken.

Japan

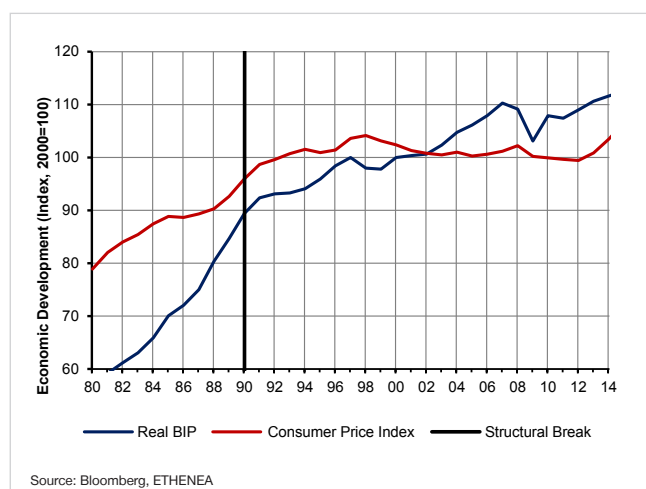
Voor 2015 wordt een adempauze voor de Japanse consumptie en een geleidelijk herstel van de economie verwacht. Enerzijds zal de inflatie in 2015 niet in dezelfde mate aantrekken als vorig jaar. Terwijl de daling van de munt dit jaar een zeker basiseffect zal bereiken, zullen de gedaalde energieprijzen voor de nodige deflatoire druk zorgen. Ander-zijds wordt de consument ontlast door het uitstel van de tweede btw-verhoging. Een kentering of in ieder geval een aanzienlijke afzwakking van de reële inkomensderving in het komende jaar zal bepalend zijn voor het economische herstel. Over navenante vakbondseisen zullen in het eerste halfjaar onderhandelingen plaatsvinden met de overheid. De steeds nijpendere arbeidsmarktsituatie zou ook positief zijn voor deze eisen. Kleinere, vaak regionaal of nationaal

gerichte bedrijven zullen waarschijnlijk echter moeite hebben in te spelen op de toenemende loondruk. Deze bedrijven wisten niet te profiteren van de zwakkere munt en gaan zelfs gebukt onder de gestegen energie- en invoerprijzen. Internationale bedrijven daarentegen hebben zich er tot dusver toe beperkt hun winsten, uitgedrukt in yen, te vergroten, in plaats van hun productie en export uit te breiden³. Het doorgeven van deze winsten aan de werknemers is cruciaal voor het economische herstel van Japan en voor het succes van Abenomics.

Een andere voorname factor, waarop we in het komend jaar onze aandacht moeten richten, zijn de structurele hervormingen van de regering. Door de recente ontbinding en nieuwe verkiezing van het Japanse parlement liepen zulke hervormingen vertraging op. Een verlaging van de bedrijfsbelastingen van 2,5 % werd reeds in december 2014 goedgekeurd. Andere, doeltreffendere hervormingen worden echter pas op zijn vroegst in het tweede halfjaar van 2015 doorgevoerd, doordat andere zaken, waaronder het begrotingsoverleg en de onnodige of zelfs internationaal schadelijke wijziging van de nationale veiligheidswetgeving (*Collective Self-Defence*), voorrang krijgen. Het zal interessant zijn om te zien of Shinzō Abe impopulaire markthervormingen met net zoveel enthousiasme zal benaderen als aanvullende begrotingen.

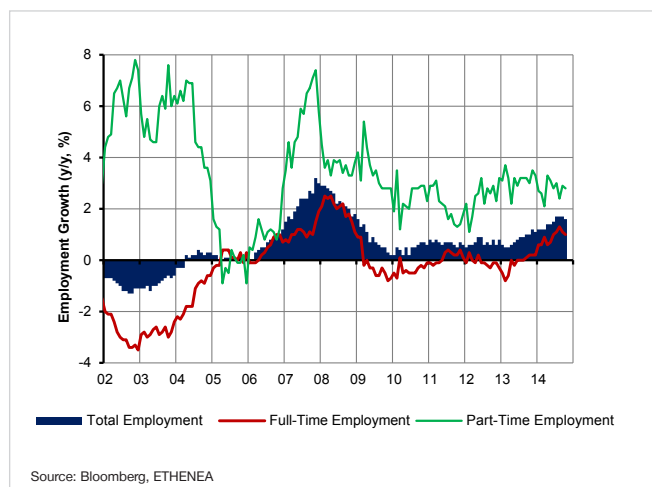
Japanisering van Europa?

Nadat de economische groei en de inflatie in Europa vanaf de zomer van 2014 steeds meer aan kracht inboetten, werd van verschillende kanten de vraag gesteld of Europa zich in een Japans *verloren decennium* bevindt. Allereerst dient opgemerkt dat het beeld dat hierbij doorgaans wordt geschetst – een stagnerende economie met deflatoire prijsontwikkelingen –, niet overeenkomt met wat er in Japan tussen 1990 en 2010



Grafiek 12: Zwakke groei en stagnerende prijzen in Japan

³ De gespannen arbeidsmarktsituatie kan op middellange termijn positief of negatief uitwerken op de Japanse economie. Terwijl de innovatiedruk toeneemt, werkt het gebrek aan geschoold personeel de voortdurende verplaatsing van de productie naar het buitenland in de hand. De demografische ontwikkeling is hierbij allesbehalve een *sprankje licht aan de horizon* en uit de internationale concurrentie om menselijk kapitaal zal Japan met zijn starre arbeidsmarkt en de nationalistische bevolking waarschijnlijk niet als winnaar uit de bus komen.



Grafiek 13: Ontwikkeling van de werkgelegenheid in Japan

is gebeurd. De Japanse economie is in deze periode namelijk gemiddeld met 1 % per jaar gegroeid. Het prijsniveau is gedurende deze jaren ook niet teruggelopen, maar tot aan 1997 gestegen, om vervolgens weer te dalen. In 2010, op het dieptepunt van deze ontwikkeling, bereikten de consumentenprijzen opnieuw het niveau van 1993 (grafiek 12). Hoewel dit niet overeenkomt met het beeld van een bloeiende economie, was Japan nog mijlenver verwijderd van een crisis. Het BBP per hoofd is in dezelfde mate gestegen als de totale economie, terwijl de werkloosheid stagneerde. Iedereen die Japan wel eens bezocht heeft, kan bevestigen dat de hoge levensstandaard niet overeenkomt met het beeld van een land dat zich in een aanhoudende economische crisis bevindt: geen stakingen, geen de pan uitrijzende jeugdwerkloosheid en geen verlies van vertrouwen in de staat. Niettemin dringt zich een zekere parallel op met de huidige ontwikkeling in Europa. Om na te gaan of dit als waarschuwingssignaal voor de toekomst moet worden uitgelegd, moeten we de oorzaak van deze ontwikkelingen in kaart brengen.

De zwakke economische groei die Japan gedurende de twee decennia na 1990 heeft gekend, is rechtstreeks terug te voeren op gebrekkig crisisbeheer. De Japanse economie had in de jaren 80 een hausse beleefd, die tot een gigantische vastgoed- en aandelenzeepbel leidde. Op het hoogtepunt van deze zeepbel was het terrein van het keizerlijk paleis in Tokio net zoveel waard als alle grond in Californië. Tweederde van de wereldwijde vastgoedwaarde was geconcentreerd in de binnenstad van Tokio.

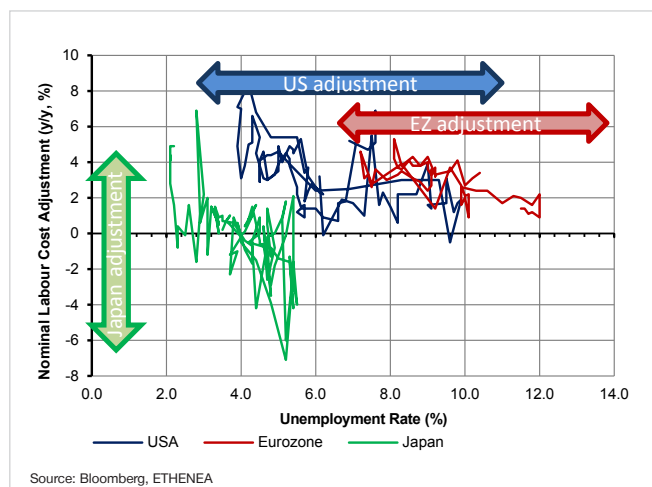
Toen deze bel in januari 1990 uiteenspatte, luidde dat het zogenaamde verloren decennium in. Monetair, economische en fiscale beleidsmaatregelen kwamen te laat en/of zetten geen zoden aan de dijk. Zo verlaagde de nationale bank haar basisrente pas na vijf jaar van matige groei tot onder de 1 %. Over het algemeen was de maatschappelijke houding

tegenover de banken, die verantwoordelijk werden gesteld voor de crisis, bijzonder negatief, hetgeen elke vorm van beleid om de banken te hulp te komen uiterst impopulair maakte. Daardoor ook kwam het pas na jarenlange *evergreening* van niet-presterende leningen tot de vorming van een *bad bank* en tot herkapitalisatie van de noodlijdende financiële instellingen. Net als in de financiële sector werden ook in alle andere economische sectoren onpopulaire hervormingen op de lange baan geschoven, hetgeen de Japanse economie in internationaal opzicht geleidelijk minder concurrerend maakte. De regering beperkte zich grotendeels tot een budgettair stimuleringspakket om de afnemende particuliere consumptie te compenseren. De versnipperde overheidsuitgaven, die ten grondslag liggen aan een staatsschuld die momenteel ruim 240 % van het BBP bedraagt, verzandden grotendeels in infrastructuurprojecten in landelijke gebieden met een zeer gering hefboomeffect. Deze stimuleringsmaatregelen werden ook juist in 1997 afgebouwd, dat wil zeggen *aan de vooravond van de crisis in Azië*, tegelijkertijd met de invoering van een belasting op de toegevoegde waarde. In plaats van de overheidsfinanciën weer duurzaam op orde te brengen, belandde Japan in een twee jaar durende recessie.

De feitelijke oplossing van de door de financiële crisis in 2008 ontstane problemen verliep in Europa veel sneller en doelgerichter. De futloosheid die de monetaire unie momenteel zorgen baart, hangt niet langer samen met de zeepbel van 2008 op de financiële markt, maar komt eerder voort uit de daaropvolgende eurocrisis. Het probleem is niet dat overheidsinvesteringen geen zoden aan de dijk zetten; het probleem is dat deze investeringen ontbreken. Verder trekken niet boeken vol met niet-presterende leningen een wissel op de nieuwe kredietverlening door banken, maar eerder de gebrekkige kredietvraag.

Ook wat de prijsontwikkeling betreft, spelen over en weer uiteenlopende factoren een voorname rol. Terwijl in Europa de zwakke prijsontwikkeling wordt toegeschreven aan dalende en deels ineenslopende grondstoffenprijzen, werd de deflatie in Japan tussen 1997 en 2002 veroorzaakt door een loondeflatie. Door een horizontaal vastgeroeste arbeidsmarkt werden fulltime-banen geleidelijk vervangen door slechter betaalde deeltijdfuncties (grafiek 13). Omdat men in Japan bij een aanstelling impliciet een levenslange band met de werkgever aangaat, zijn Japanners eerder bereid reële maar ook nominale inkomensachteruitgang te accepteren dan mogelijk anderszins hun baan kwijt te raken. Daarmee onderscheidt de Japanse arbeidsmarkt zich van die in andere landen.

In Europa en in de Verenigde Staten drukken bedrijven hun personeelskosten bij een crisis eerder door ontslagen dan door loonsverlagingen. Daardoor is de werkloosheid hier



Grafiek 14: Arbeidsmarktaanpassingen in vergelijking met andere landen*

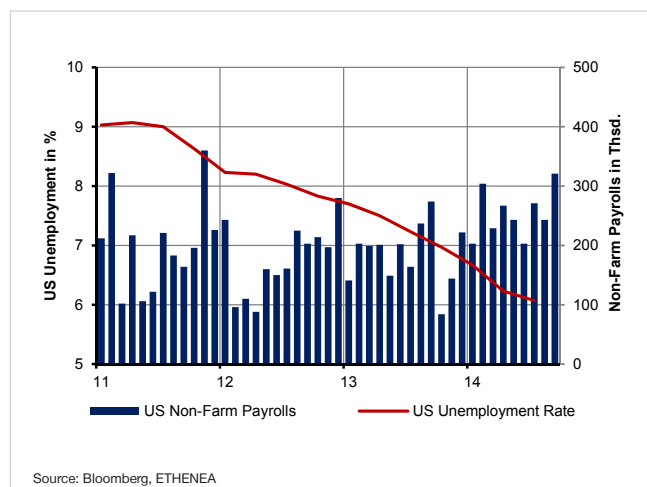
weliswaar hoger, maar nominale loonsverlagingen zijn tot op heden zeldzaam (grafiek 14). De grafiek laat echter ook zien dat Europa in vergelijking met de Verenigde Staten lijdt aan horizontale starheid. Terwijl werknemers in de VS verhuizen naar de locatie waar ze het best inzetbaar zijn, wordt deze arbeidsmigratie in Europa gehinderd door taal-, opleidings- en cultuurbarrières. Zo is de werkloosheid in de Verenigde Staten zelfs tijdens de financiële crisis nooit boven de 10 % uitgekomen, terwijl deze zich in Europa sinds 2010 gemiddeld voortdurend op dit niveau bevindt. Hoewel in Europa geen sprake is van Japanse arbeidsmarktverhoudingen, kan starheid, zij het op andere terreinen, de weg vrijmaken voor loonsverlagingen. Zoals Mario Draghi in de persconferentie van 4 december 2014 benadrukte, is het zaak een mogelijk sneeuwbal effect van deflatoire grondstofprijzen op de loonontwikkeling niet over het hoofd te zien.

Al bij al zijn de factoren die in Europa vandaag de dag een neerwaarts effect hebben, niet dezelfde als die in Japan tijdens het *verloren decennium*. Ondanks de uiteenlopende oorzaken kunnen we in Europa toch met soortgelijke gevolgen te maken krijgen.

Stijgt de rente in 2015 in de Verenigde Staten?

In het hoofdstuk hierboven hebben we uitgebreid stilgestaan bij de toenemende economische discrepantie tussen de *oude* en de *nieuwe* wereld. Een cruciaal aspect hierbij vormt het monetaire beleid. Terwijl de eurozone in de komende jaren haar soepele monetaire beleid zal moeten handhaven of zelfs uitbreiden, zal met name aan het einde van de *tapering* in de VS worden besloten of de Fed de basisrente in 2015 zal verhogen – en zo ja: wanneer en hoe?

De eerste vraag die we dus moeten beantwoorden is: Moet de Fed in 2015 überhaupt de rente verhogen?⁴



Grafiek 15: Ontwikkeling van de werkloosheid en banencreatie in de VS

In tegenstelling tot de ECB heeft de Fed een tweeledig mandaat – ervan uitgaande dat ze haar mandaat net zo serieus neemt als de ECB: “*We have to comply with our mandate. We are not politicians here.*”⁵ Dit mandaat voorziet behalve in het op peil houden van het prijsniveau (inflatiedoelstelling van 2 %) in het realiseren van een maximale bezettingsgraad (resp. de totstandbrenging van een zo laag mogelijke werkloosheid). Grafiek 15 geeft de ontwikkeling van het werkloosheidscijfer en banencreatie weer aan de hand van Nonfarm-payrolls (arbeidsmarktrapportage) in de VS. Daaruit blijkt dat de Amerikaanse arbeidsmarkt zeer sterk profiteerde van het economische herstel sinds de crisis. De Fed zelf moest daardoor al meermalen haar streefcijfer inzake de werkloosheid, dat eerder nog werd gebruikt als indicator voor een eerste renteverhoging, naar beneden bijstellen omdat de werkloosheid telkens lager uitviel. Ook het aantal gecreëerde banen illustreert deze positieve ontwikkeling. Als we het mandaat van de Fed goed tegen het licht houden, dan behoort een renteverhoging voor 2015 zonder meer tot de mogelijkheden. Een iets ander beeld komt naar voren uit de inflatiecurve in grafiek 16, zij het pas



Grafiek 16: CPI-ontwikkeling in de VS

⁴ Hoewel de Fed onder Alan Greenspan en de ECB onder Jean-Claude Trichet reeds hebben bewezen dat centrale banken de rente te allen tijde kunnen verhogen zonder dat hiertoe een noodzaak bestaat en zelfs wanneer dit besluit economisch averechts werkt, beperken we ons hier tot het moeten en niet het kunnen.

⁵ “Wij moeten onze taak vervullen. Wij zijn hier geen politici”, Mario Draghi op 4 december 2014.

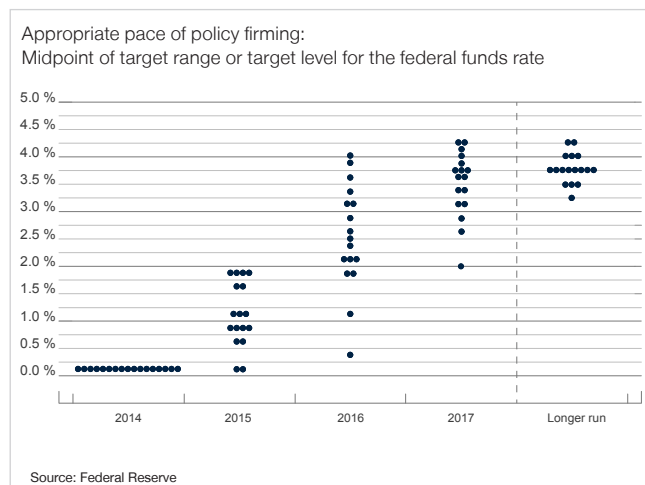


Grafiek 17: Roulerend 30-dagenvolatiliteit van het rendement op Amerikaans staatspapier met een looptijd van 2 jaar

bij nader inzien. Op het eerste gezicht lijkt deze in de buurt van het streefcijfer van 2 % te liggen, wat voor een voorzichtige renteverhoging zou pleiten. Met name de huidige ontwikkeling van de olieprijs en de stijging van de USD ten opzichte van andere valuta zoals EUR en JPY, hebben echter een deflatorioir effect. Een te vroege of te snelle renteverhoging houdt dan ook het gevaar in, gerelateerd aan de twee genoemde aspecten, dat de inflatie duidelijk onder het streefcijfer uitkomt en daarmee tevens het economische herstel afremt. Dit is een risico dat bovendien versterkt wordt door de wereldwijde economische ontwikkeling en het inflatieperspectief. Dienovereenkomstig is er momenteel uit het oogpunt van inflatie geen dringende noodzaak voor de Fed om de rente te verhogen.

Het probleem met inflatie is echter dat deze enkel indirect en vertraagd kan worden gestuurd door monetair beleid. Dat wil zeggen: reageert een centrale bank te laat, dan bestaat het gevaar *behind the curve* aan te lopen. Of, om het nog eenvoudiger uit te drukken: reageert een centrale bank te laat, dan dreigt ze de controle te verliezen en de inflatie of deflatie enkel nog onvoldoende of helemaal niet meer te kunnen beïnvloeden. De voornaamste risicofactor voor inflatie in de VS (naast een beperking van de winningshoeveelheid door de OPEC, waardoor de olieprijs plots weer zou opveren) is de positieve ontwikkeling van de arbeidsmarktsituatie. Door de sterke daling van de werkloosheid neemt de druk op werkgevers toe om hogere lonen te betalen om geschoold personeel vast te houden. Omdat de groei van de VS met name gebaseerd is op een krachtige binnenlandse vraag, hebben stijgende lonen een rechtstreeks positief effect op de inflatieontwikkeling. Momenteel is deze druk nog gering. Zo stegen de reële lonen in oktober gemiddeld met 0,4 % op jaarbasis. Als we deze waarde echter afzetten tegen de verwachtingen, die circa 0,2 % bedroegen, dan blijkt dat het risico bestaat dat de ontwikkeling parallel aan de werkloosheid danig onderschat wordt.⁶

⁶ Bron: Bureau of Labor Statistics, Bloomberg



Grafiek 18: Fed dotplot*

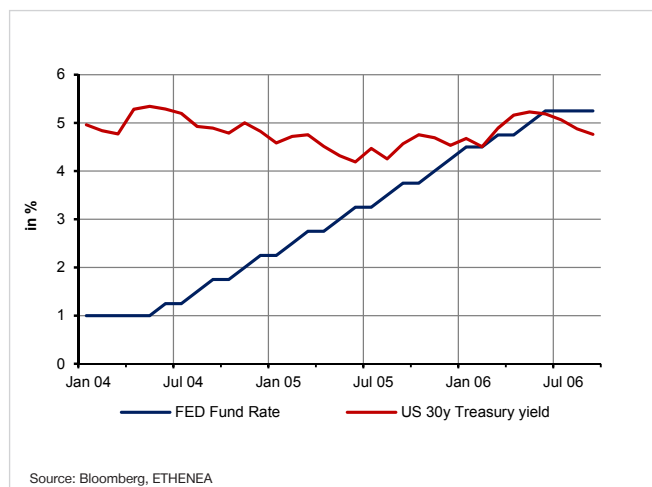
Zo ziet de Fed nu weliswaar geen dringende noodzaak om de rente te verhogen, maar in 2015 zou ze vooruitlopend op de toekomstige ontwikkeling de rente voorzichtig moeten verhogen, ervan uitgaande dat de Amerikaanse economie zich gestaag blijft ontwikkelen. Verder pleit voor een renteverhoging in 2015 dat de Fed daardoor haar sterk beperkte flexibiliteit weer zou vergroten. Ze voorziet zich zo te zeggen weer van munitie. Wanneer de economische groei vertraagt of de VS zich niet weten te onttrekken aan de deflatorioir marktomgeving, dan zou de Fed in eerste instantie de rente kunnen verlagen.

Dan is de vraag dus: Vanaf wanneer stijgt de rente?

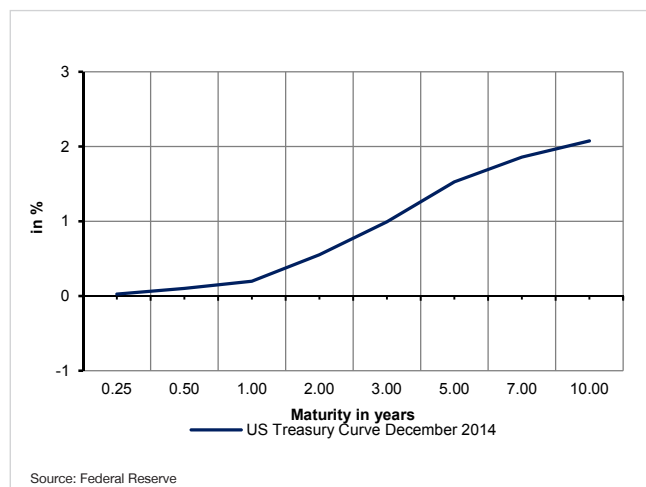
Deze vraag is bijzonder moeilijk te beantwoorden, omdat de rente-ontwikkeling op de markten nu de *tapering* wordt stopgezet met meer onzekerheden omgeven is, hetgeen zich vertaalt in schommelende rentetarieven (grafiek 17). Ondanks deels tegenstrijdige uitlatingen van FOMC-leden verwachten wij bij gelijkblijvende economische prestaties dat de basisrente op zijn vroegst in het tweede halfjaar resp. in het derde kwartaal van 2015 zal worden verhoogd. Een eerdere verhoging valt nagenoeg uit te sluiten. In haar *Forward Guidance* probeerde de Fed onder haar huidige president Janet Yellen tot dusver om de markten voorzichtig voor te bereiden op dit historische besluit om het accommoderende monetaire beleid te laten varen. Ook al legt de Fed zich niet vast met de uitlating dat een besluit uiteindelijk afhangt van de economische gegevens, zou een te vroege renteverhoging voor te veel onzekerheid zorgen op de markten en ten koste gaan van de geloofwaardigheid. Een uitstel is echter zeker denkbaar wanneer ook de economische vooruitzichten voor de VS troebel worden door de wereldwijde ontwikkeling.

Blijft alleen nog de vraag: wat betekent dit precies voor de rente?

Als we kijken naar de huidige dotplot (grafiek 18), lijkt zelfs de meest verstokte optimist (of eerder surrealist?) onder de



Grafiek 19: Ontwikkeling van de korte rente in vergelijking met de lange rente tijdens de laatste Amerikaanse renteverhogingscyclus



Grafiek 20: Verwachte ontwikkeling van de rentecurve*

FOMC-leden langzaam ingehaald te zijn door de realiteit en zijn inschatting van een basisrente die eind 2015 uitkomt op bijna 3 % te moeten herzien. Wij zelf achten een dergelijke stijging, zoals overigens het gros van de overige stemgerechtigde FOMC-leden, sowieso absurd. Ook rekening houdend met wat een te snel stijgende rente in een kwetsbare marktomgeving kan aanrichten, zoals Alan Greenspan reeds in een *groot praktijkonderzoek* heeft aangetoond. Een toename van maximaal 50 basispunten is mogelijk, zij het alleen wanneer de economie goed reageert op de eerste stijging met 25 basispunten. Als hieraan twijfel bestaat van de zijde van de Fed – die in essentie nog altijd een vrij *dovish* benadering hanteert – zal ze het bij deze ene stap voor 2015 laten. Belangrijk hierbij is echter dat stijgende rente niet wil zeggen dat alle rentetarieven in dezelfde mate stijgen.

Wat op het eerste gezicht ronduit absurd klinkt, kon al tijdens de laatste renteverhogingscyclus van de Fed, waarbij de rente in 17 stappen met telkens 25 basispunten werd verhoogd, worden waargenomen. Grafiek 19 laat deze samenhang zien aan de hand van de ontwikkeling van de basisrente in vergelijking met het rendement op 30-jarige staatsobligaties. Terwijl de korte rente werd verhoogd van 1 % naar 5,25 %, lag de lange rente gedurende deze hele periode constant om en nabij 5 %. Daardoor kon ondanks stijgende rentetarieven een aantrekkelijk, positief rendement worden behaald met een positie in Amerikaanse langlopende staatsobligaties.

Analoog daaraan verwachten wij voor 2015 een afvlakking resp. normalisering van de Amerikaanse rentecurve, zoals in grafiek 20 vereenvoudigd is weergegeven. Terwijl de rendementen op kortlopende obligaties over de hele linie zullen stijgen, mocht de Fed de rente verhogen, blijft de

lange rente constant en kan deze zelfs licht dalen. Dit heeft onder meer te maken met de hoge schuldquote van de VS evenals met het groeipotentieel op de lange termijn en de ontwikkeling van de inflatie.

BEER – Bond Equity Earnings Yield Ratio

Een belegging in de aandelenmarkt moet altijd in de context van de hele asset-allocatie worden gezien. Daarbij is het vooral de vraag in hoeverre een belegging in aandelen meer rendement oplevert dan een belegging in obligaties. Want één ding weten we allemaal: de grotere volatiliteit op de aandelenmarkt, gekoppeld aan slapeloze nachten, moet op de ene of andere manier gecompenseerd worden. Anders zouden we ook Amerikaanse 10-jarige staatsobligaties kunnen kopen en deze tot het einde van de looptijd behouden. Deze overweging vooraf en het voorbeeld van de Amerikaanse 10-jarige staatsobligatie, die wij als alternatieve belegging zien, liggen ten grondslag aan onze inschatting in welke richting de aandelenmarkten en in het bijzonder die van de VS zich in het komende jaar zullen ontwikkelen. De zogenaamd BEER, ofwel de *Bond Equity Earnings Yield Ratio*, kan hierbij van pas komen. Het gaat om een zeer eenvoudige benadering waarbij het betreffende obligatierendement wordt afgezet tegen het dividendrendement van de betreffende aandelenmarkt. Een BEER hoger dan 1 impliceert overgewaardeerde aandelen, een waarde lager dan 1 duidt op onderwaardering.

De afgelopen 60 jaar hebben aangetoond dat er een nauwe samenhang bestaat tussen de rendementen die door beursgenoteerde bedrijven worden behaald en de rendementen op de obligatiemarkt. Deze samenhang wordt



Grafiek 21: S&P 500 earnings yield en rendement op Amerikaans staatspapier met een looptijd van 10 jaar

weergegeven in grafiek 21. Hier zetten wij de behaalde rendementen van de bedrijven, ook wel aangeduid als *earnings yield*, en het rendement van Amerikaanse 10-jarige staatsobligaties tegen elkaar af. De earnings yield is vrij eenvoudig te bepalen: je deelt de winsten van de bedrijven gewoon door hun marktkapitalisatie. Zijn de beleggers bereid meer voor de winsten van bedrijven te betalen, dan daalt het aandelenrendement.

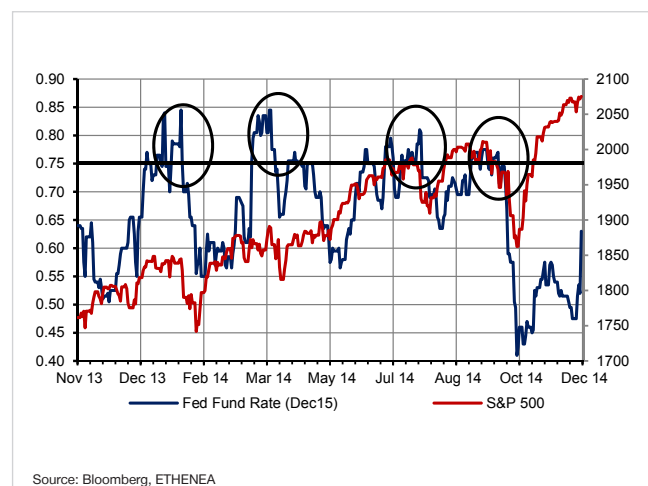
Maar laten we de beide rendementscures nu eens wat nauwkeuriger bekijken: het aandelenrendement (earnings yield) van bedrijven bedraagt momenteel 5,5%. De rente op Amerikaanse 10-jarige staatsobligaties bedraagt momenteel slechts circa 2,2%. Dientengevolge bedraagt het verschil tussen beide rendementspunten momenteel ongeveer 330 basispunten resp. een BEER van 0,4 (2,2/5,5). Het rendementsverschil is daarmee nog altijd wezenlijk hoger dan het gemiddelde van ca. 270 basispunten in de afgelopen 10 jaar. Wij zijn van mening dat dit verschil in 2015 verder zal teruglopen, zoals ook de afgelopen jaren het geval was. Zo



Grafiek 22: S&P 500 earnings yield en rendement op Amerikaans staatspapier met een looptijd van 10 jaar

daalde het verschil tussen beide curves van 580 basispunten begin 2012 tot 330 basispunten op het moment dat deze Marktcommentaar werd opgesteld. Op de obligatiemarkt is helaas nauwelijks nog rendement te behalen; de earnings yield van bedrijven is met 5,5% echter nog altijd aantrekkelijk. Zoals we hierboven reeds hebben toegelicht, verwachten we geen wezenlijke daling van de obligatierendementen mocht de Fed besluiten de genoemde eerste renteverhogingen door te voeren. Daarom zullen beleggers ons inziens ook in de toekomst geen andere keuze hebben dan te beleggen in aandelen om nog een aantrekkelijk rendement te behalen. In het verleden is daarbij gebleken dat juist de *juiste* mix tussen aandelen en obligaties het beste risicogecorrigeerde rendement oplevert. Aandelen zijn in de huidige marktomgeving dan ook niet weg te denken uit een evenwichtige portefeuille. Mocht het aandelenrendement van de S&P 500 bijvoorbeeld met 50 basispunten dalen, dan zou de index ceteris paribus moeten stijgen tot 2.250 punten. Bij een daling met 100 basispunten zou de index tot 2.500 punten stijgen.

Nu we hebben toegelicht hoe belangrijk langlopend Amerikaanse staatsobligaties zijn als alternatieve belegging voor de S&P 500, richten we ons nu op de korte rente. Omdat de korte rente door de Amerikaanse centrale bank wordt vastgesteld maar ook wordt verhandeld door de marktdeelnemers, die hun verwachtingen verdisconteren, hanteren we bij de onderstaande analyse het termijncontract voor december 2015 tegen de Fed Funds Target Rate. Grafiek 23 laat duidelijk zien dat de Amerikaanse aandelenmarkt gebaat is bij stijgende korte rente. Zodra het rendement van deze future in 2014 meer dan 75 basispunten bedroeg, verloor de S&P 500 circa 100 indexpunten, hetgeen overeenkwam met een verlies van circa 5%. Het is dan ook voor de hand liggend en noodzakelijk dat de Fed haar aangekondigde renteverhogingen behoedzaam en vooral inzichtelijk beargumenteert voordat een begin wordt gemaakt met het normaliseren van de rente. Voor het geval dat de Fed de renteverhoging kan beargumenteren met een herstel van



Grafiek 23: Impliciete Fed Funds Target Rate en S&P 500*

haar bewegingsvrijheid (sleutelwoord: *bijladen*), zou ze de Houdini-act met succes kunnen voltooien: een renteverhoging zonder uitverkoop van de aandelenmarkt.

Hoe dan ook kunnen we tot slot vaststellen dat de aandelenmarkt ook in 2015 niet bepaald het favoriete speelveld van kortademige of nerveuze beleggers zal worden. De aandelenmarkt zal echter een vast bestanddeel van een evenwichtige, risicogeoptimaliseerde portefeuille zijn.

Conclusie

2015 staat voor de deur en belooft opnieuw een turbulent crisisjaar te worden (dat zou dan nummer 9 zijn). Gezien de uiteenlopende ontwikkelingen aan weerszijden van de

Atlantische Oceaan hopen wij als Europeanen op een entropie van de markten. De VS moeten eens te meer de rol van groeiaanjager vervullen, met alle gevolgen van dien voor de kapitaalmarkten. De rendementsdaling van de afgelopen jaren is nu echt bijna ten einde. Aandelen blijven een alternatief voor beleggers die tegen een stootje kunnen, omdat hier net als in 2014 met grote opwaartse en neerwaartse koerscorrecties rekening moet worden gehouden. Eens te meer moeten onervaren beleggers hun beleggingsbeslissingen overlaten aan professionele marktdeskundigen, waardoor ze overigens niet in alle gevallen gevrijwaard zijn van forse koerscorrecties.

Wij zullen, net als in alle voorgaande jaren, de aan ons toevertrouwde middelen tot eind 2015 en ook daarna voorzichtig, inzichtelijk en omzichtig beheren.



ETHENEA
managing the Ethna Funds



Het Portfolio Management:

Daniel Stefanetti
Guido Barthels (auteur)
Luca Pesarini
Arnoldo Valsangiacomo
Peter Steffen

Co-auteur: Yves Longchamp – Head of Macroeconomic Research, ETHENEA Independent Investors (Schweiz) AG

Voor het beantwoorden van uw vragen en uw suggesties staan wij altijd tot uw beschikking.

ETHENEA Independent Investors S.A.
9a, Rue Gabriel Lippmann · 5365 Munsbach · Luxemburg
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, 31.12.2014.