



MARKTCOMMENTAAR

Nr. 03 · Maart 2015
info@ethenea.be · ethenea.be

Op een gegeven moment is er geen weg terug (meer) >>

Rente en rendementen belanden steeds verder in het negatief. Kredietnemers betalen minder terug dan ze krijgen. Is de Rubicon zo goed als overgestoken of ligt een kentering in het verschiet?

Toen Julius Caesar op 10 januari 49 v. Chr. met zijn legioen de rivier Rubicon overstak, was dat feitelijk een oorlogsverklaring aan het adres van de Romeinse Senaat. Het *oversteken van de Rubicon* wordt sindsdien vaak gebruikt als metafoor voor een riskante handeling of om een daad te omschrijven die moeilijk terug te draaien is of waarmee je je op onontgonnen terrein begeeft. Voor wie de Rubicon oversteekt is er zelden een weg terug.

Op 4 februari 2015 schreef de Duitse krant Frankfurter Allgemeine Zeitung: "Deense particulieren die hun eigen huis bouwen kunnen in hun handen wrijven: wanneer ze bij de Nordea-bank een hypotheek afsluiten, hoeven ze minder af te lossen dan ze geleend hebben. Vanwege de lage rente heeft de bank het verrassende middel aangewend om hypothecaire kredieten aan te bieden met een negatieve rente van 0,03 procent."¹ Bij deze uitspraak bedachten we ons onvermijdelijk dat de Rubicon weer eens overgestoken was. Van door de centrale banken vastgestelde negatieve rentetarieven en zelfs negatieve rendementen bij veilig veronderstelde staatsobligaties kijkt een obligatiebeheerder al lang niet meer op. Men kan deze ontwikkeling immers wegredeneren als een tijdelijke aversie, een soort inbewaringstelling van de staat. Grafiek 1 laat zien hoe wijdverbreid deze zogenaamde aversie inmiddels is. De

rendementen van Duitse staatsobligaties zijn bij een looptijd tot zes jaar al negatief. Voor Zwitsers schuld papier is dit het geval bij een looptijd tot tien jaar. Zelfs Frankrijk, dat momenteel niet bepaald het toonbeeld van een *grande nation* is, weet zich tot vier jaar met negatieve renten te herfinancieren. En dat alles voordat de QE (*Quantitative Easing*) van de Europese Centrale Bank (ECB) überhaupt is gestart.

Maar aan leningen met negatieve rente, hoe armetierig ze ook mogen zijn, zit een onvermoed aspect. Wellicht gaat het als anekdotisch geval de geschiedenisboeken van de financiële

Inhoud >>

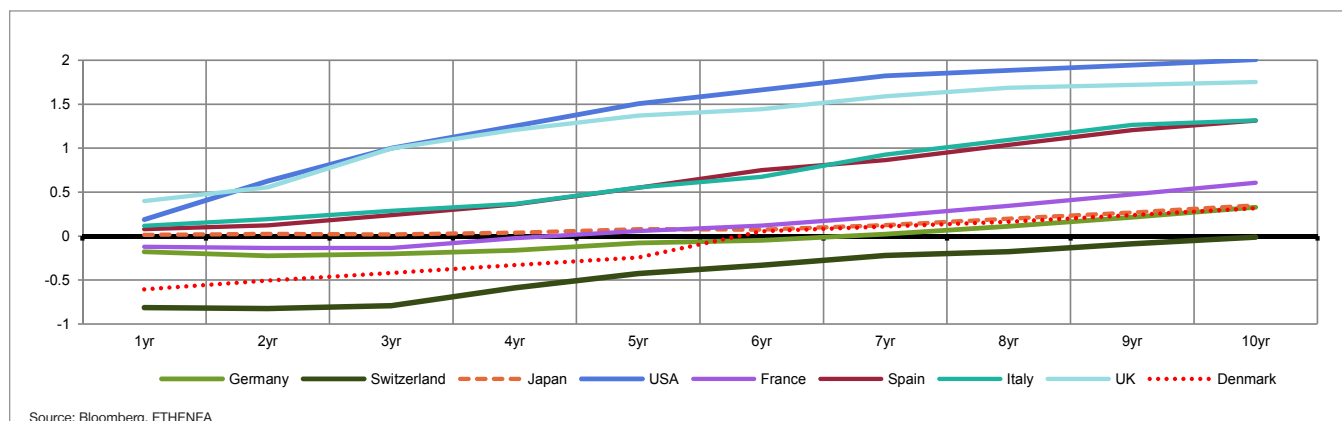
Pagina 1

[Op een gegeven moment is er geen weg terug \(meer\)](#)

Pagina 7

[Macro-economische vooruitzichten](#)

¹ Bron: F.A.Z. Frankfurter Allgemeine Zeitung van 4.2.2015, pagina 23



Grafiek 1: Rentecurves van geselecteerde landen per 2.3.2015, 10.00 uur MET*

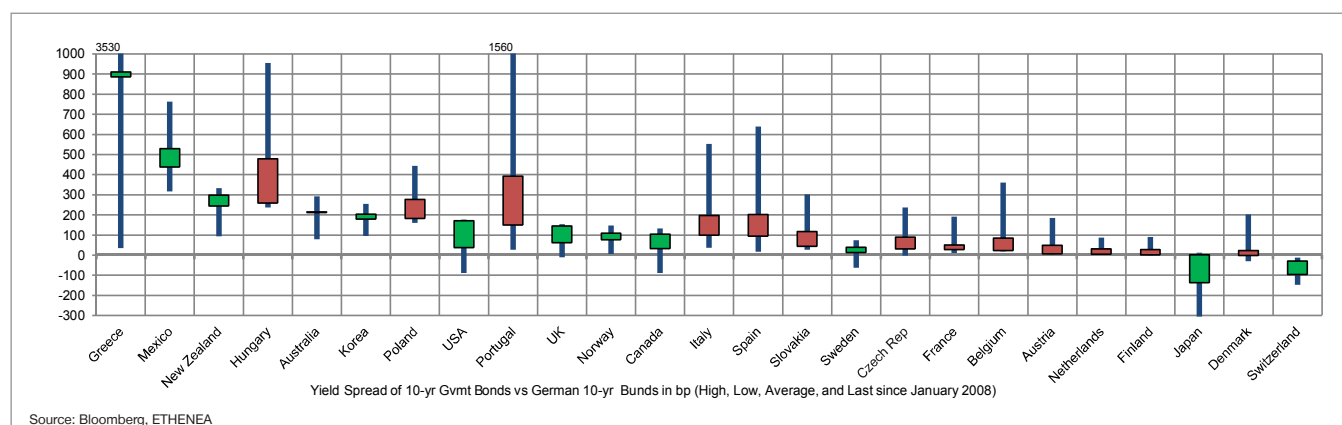
markten in. De kans is echter groter dat het de deur opent naar een hele nieuwe, volstrekt vreemde wereld waarvan we de contouren nog nauwelijks kunnen onderscheiden. Dat is afschrikwekkend en beangstigend, maar hoe dan ook een echte intellectuele uitdaging. Want één ding is nu wel duidelijk: niet nul is de bodem, maar *min 100*.

De nul is bij nader inzien een cijfer als alle andere en vormt geen ondergrens meer voor rente of rendementen. In deze omgeving, waaraan we, toegegeven, erg moeten wennen, moeten we ons interne kompas opnieuw (laten) richten om te kunnen beoordelen wat *hoog* en wat *laag* is. Wat ons op school jarenlang is bijgebracht lijkt inmiddels achterhaald te zijn. De ondergrens voor rente en rendementen ligt klaarblijkelijk 100 punten lager, bij -100%. Pas op dit niveau lijkt het ons plausibel dat het geen zin heeft nog lagere rente te verwachten. Pas wanneer bij een leenrentevoet van -100% niets van het geleende geld hoeft te worden terugbetaald, is de (theoretische) bodem bereikt. Maar tot die tijd?

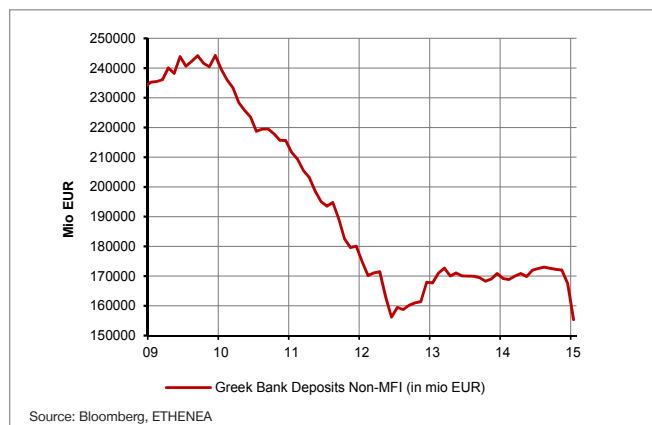
We schuiven het lugubere griezelscenario van de lage negatieve rendementen even terzijde om ons op de realiteit te richten.

In grafiek 2 hebben we geprobeerd de dynamiek van de 25 obligatiemarkten tegenover Duitse staatsobligaties in één oogopslag weer te geven. De weergave als candlestick chart (kaarsdiagram) leek ons hiervoor de beste variant. Laten we Italië als voorbeeld nemen. In de grafiek is te zien dat de maximale spread bijna 550 basispunten bedroeg, terwijl het minimumrendement circa 30 basispunten was. Het gemiddelde ligt rond 200 basispunten, en momenteel bedraagt de spread circa 100 basispunten. Als we bedenken dat het hele *systeem* een beweging kende van 420 basispunten doordat het rendement op Bunds daalde van ruim 4,5% medio 2008 tot 0,30%, dan krijgen we een idee hoe groot de totale dynamiek (tot dusver) was. Er viel veel geld te verdienen en te verliezen.

Hier willen we graag even brainstormen over de mogelijke toekomst van negatieve rendementen. In tijden van negatieve rendementen gebeuren er fascinerende dingen. Zo is de gemiddelde terugbetalingsduur van een obligatie (duration) plots langer dan de resterende looptijd. Nulcouponobligaties, zogenaamde zero's, zijn plotseling de risico-arme variant van een belegging. Kredietnemers verrijken zich ten koste van

Grafiek 2: Rendementsverschil tussen de 10-jarige staatsobligaties van diverse landen en Duitsland, weergegeven als MaxMin-grafiek sinds januari 2008²

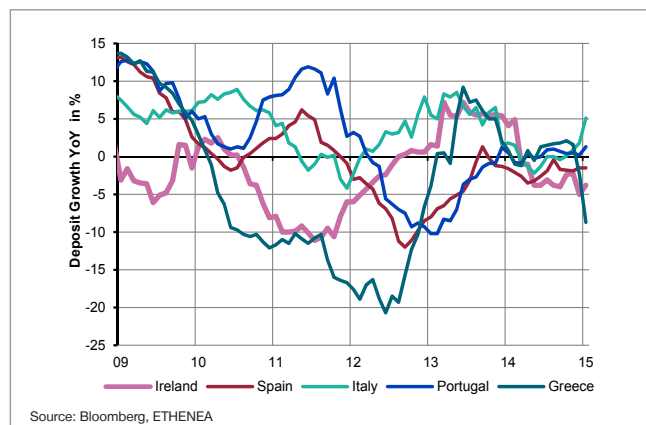
² In grafiek 2 is bij de rode balk de laatste waarde lager dan de gemiddelde waarde; bij de groene balk is dit precies omgekeerd.



Grafiek 3: Deposito's van niet-bancaire financiële instellingen bij Griekse banken

kredietgevers, hetgeen bij $-0,03\%$ nog niet veel voorstelt, maar wat als de rente ooit zou dalen tot -20% ? Beleggingen die in een normale rente-omgeving volstrekt niet winstgevend zouden zijn, worden dankzij de rente buitengewoon lucratief voor bedrijven. Een ware starter boom laat de Griekse economische groei vrijwel van de ene op de andere dag onstuimig groeien.

Maar wacht even. Griekenland? Daar was toch iets mee. Zoals we in onze laatste Marktcommentaar³ over het *spel van de angsthaas* met betrekking tot Griekenland en de EU hebben gemeld, heeft Griekenland in ieder geval op het eerste gezicht als eerste geknipperd en gehoor gegeven aan de (volstrekt gerechtvaardigde) eisen van de kredietverschaffers. De Grieken hebben echter wel tot het allerlaatste moment gewacht. De grondige kennis van de Griekse minister van Financiën Yanis Varoufakis op het gebied van speltheorie hebben kennelijk hun vruchten afgeworpen – zij het dat alles *te elfder ure* werd besloten en het definitieve besluit feitelijk slechts met vier maanden is uitgesteld. Grafieken 3 en 4 laten zien hoe de bij Griekse banken aangehouden deposito's zijn gekelderd sinds de verkiezingsoverwinning van het linkse SYRIZA. De banken



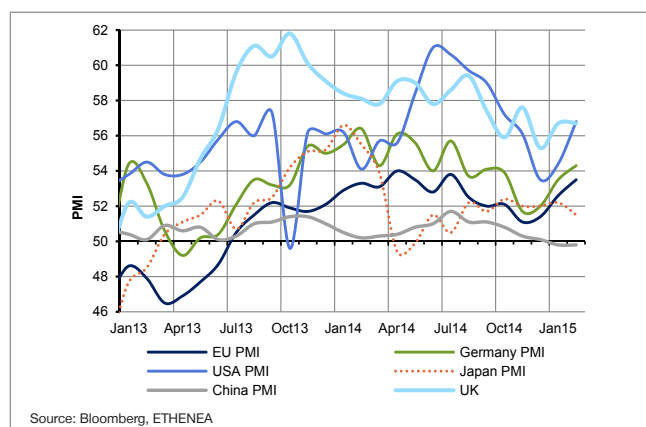
Grafiek 4: Jaarlijkse mutatie van door niet-bancaire financiële instellingen bij banken aangehouden deposito's

stonden op het punt om te vallen en werden slechts overeind gehouden door de verstrekking van noodkredieten van de Europese Centrale Bank. Of het vertrouwen in het Griekse bankstelsel uiteindelijk terugkeert, hangt enkel en alleen af van hoe de Griekse regering zich verder opstelt. Voortdurende dreigende gebaren of neerbuigende opmerkingen over andere regeringen van de Eurogroep zijn echter niet bevorderlijk voor het verkrijgen van de vereiste solidariteit, maar werken slechts maatregelen in de hand die Griekenland weer zijn eigen boontjes laten doppen – ongeacht onder welk politiek gesternte.

Laten we ons een ogenblik buigen over de economische ontwikkeling in de niet-onbeduidende rest van de wereld buiten Griekenland. Grafiek 5 maakt duidelijk dat we het met onze verwachting over een economische entropie tussen de VS en de eurozone kennelijk bij het juiste eind hadden. Terwijl de economische cijfers uit de VS achterbleven bij de marktverwachtingen, lijkt de economie van de eurozone precies het tegenovergestelde beeld te vertonen. Onze stelling bij de jaarwisseling lijkt dan ook waarheid te worden, en kan gevolgen hebben voor investeringen in overeenstemming



Grafiek 5: Economic Surprise Index



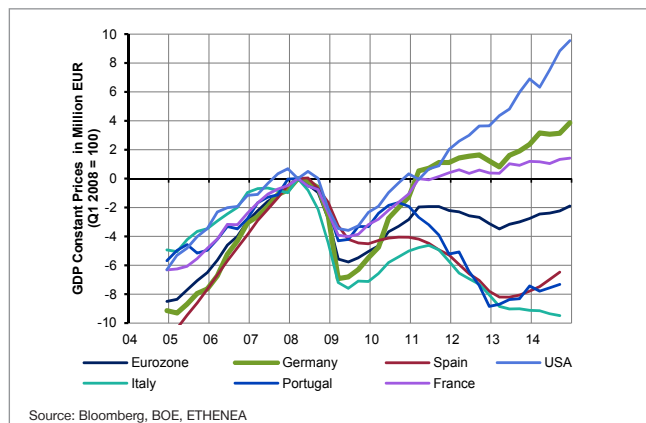
Grafiek 6: Inkoopmanagersindex

³ Marktcommentaar van februari 2015 met als titel [Het spel van de angsthaas](#)

met onze positionering. Ook de belangrijke inkoopmanagersindexen (grafiek 6) voor de eurozone zitten inmiddels weer in de lift. Het aangekondigde opkoopprogramma van de ECB (QE) heeft reeds effect. Zoals onmiddellijk valt op te maken uit grafiek 7, hebben ook de Zuid-Europese leden van de Eurogroep dringend behoefte aan een opkikker. Terwijl zelfs Frankrijk 2 % groei heeft weten te realiseren sinds de crash begin 2008, zijn Spanje, Italië en Portugal met ruim -7 % mijlenver verwijderd van het niveau van voor de crisis en hebben dringend behoefte aan groeistimulansen.

Ook is het effect reeds zichtbaar in de toename van de geldhoeveelheid (grafiek 8). Nadat de toenmalige groeidoelstelling van de Bundesbank jarenlang bijlange na niet werd gehaald, is de ECB erin geslaagd in januari 2015 weer binnen deze doelzone te geraken. Blijft te hopen dat de dringend vereiste groei van de geldhoeveelheid voor langere tijd binnen de doelzone blijft.

Laten we nu de ontwikkeling van de euro even onder de loep nemen. Grafiek 9 laat zien wat nu is uitgedroogd tot de snelle daling de waarde van de euro ten opzichte van die van haar handelspartners. Het effect op de exportmogelijkheden en daarmee ook op de groei binnen de eurozone zal waarschijnlijk binnen afzienbare tijd duidelijk voelbaar zijn, zij het ten koste van derden, zoals Zwitserland en Denemarken. Het valt echter nog te bezien of de euro in dezelfde mate verder kan dalen met het oog op de omvangrijke, speculatieve short-positie op de *Chicago Mercantile Exchange* (CME) (grafiek 10).



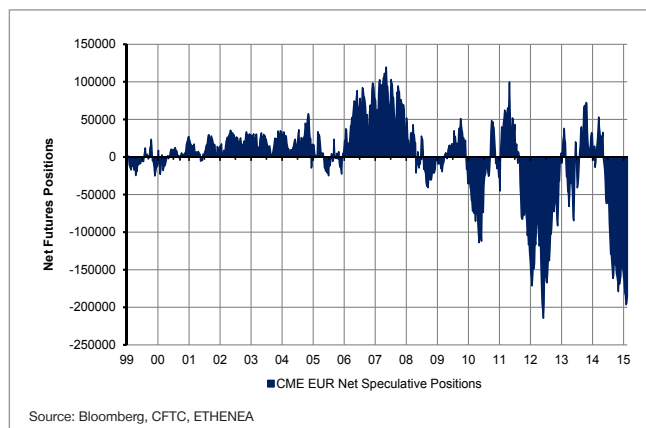
Grafiek 7: Geïndexeerde relatieve ontwikkeling van het BBP sinds het eerste kwartaal van 2008



Grafiek 8: Groei van de geldhoeveelheid in de eurozone



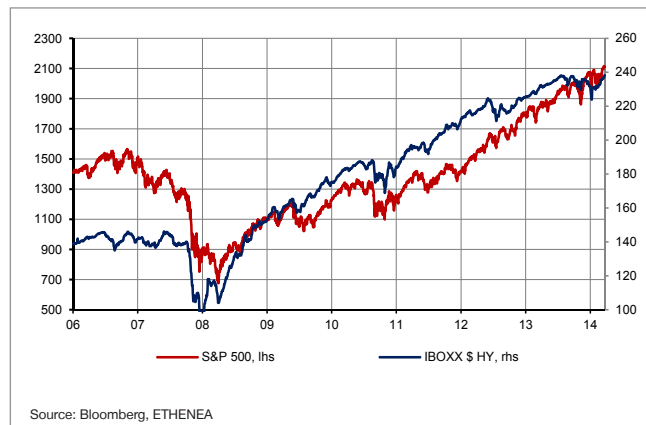
Grafiek 9: Handelsgewogen wisselkoers van de euro



Grafiek 10: Speculatieve, in EUR luidende posities op de CME



Grafiek 11: Aandelenindex S&P 500 en de iBOXX High Yield Bond Index



Grafiek 12: Aandelenindex S&P 500 en de iBOXX High Yield Bond Index

Voordat we ons in het volgende deel van deze Marktcommentaar bezig gaan houden met een niet altijd glanzende analyse van de Duitse aandelenindex, staan we nog even stil bij grafiek 11, die de samenhang tussen de Amerikaanse aandelenmarkt en de Amerikaanse markt voor hoogrentende obligaties weergeeft. Het geconstateerde verschil sinds medio oktober 2014 (kalenderweek 42) is inmiddels vrijwel volledig verdwenen. Grafiek 12 laat zien dat ook langdurig een hoge correlatie tussen deze beide marktsegmenten bestaat. Aangezien we in de huidige omgeving zeer positief gestemd blijven over Europese aandelen, we niet in een loskoppeling

tussen de markten in de VS en de eurozone geloven en ook optimistisch gestemd blijven over Amerikaanse aandelen (zij het in mindere mate), zijn we ook nog altijd positief gestemd over de markt voor hoogrentende obligaties in de Verenigde Staten.

Het is zeer waarschijnlijk dat we in velerlei opzichten de Rubicon zullen oversteken. Niet alleen als het gaat om negatieve rendementen van staatsobligaties en leningen, maar ook wat de koersen van de aandelenmarkten betreft, zoals we in de onderstaande *tongue-in-cheek*-bijdrage uiteen zullen zetten.

DAX 175.000?

2015 is amper twee maanden oud en menigeen kan zijn ogen niet geloven bij een blik op de aandelenmarkt. De gangbare prognoses van deskundigen à la "... de DAX stijgt dit jaar met 8 %..." kunnen nu al bij het oud papier. De Duitse toonaangevende index noteert namelijk 15 % in de plus en breekt het ene na het andere record. In de media worden deze goede berichten met een mix van ongeloof, twijfel en vrees voor een op handen zijnde correctie gepresenteerd. Er gaat geen interview voorbij waarin niet minimaal één keer de kritische vraag wordt gesteld of de aandelenmarkt niet reeds te hoog gewaardeerd is en waarom we juist nu veel hogere aandelenposities aanhouden in ons fonds dan in het verleden. Is de bezorgdheid over een terugslag echt gerechtvaardigd? Wat zit er op dit niveau nog in het vat voor de aandelenmarkt?

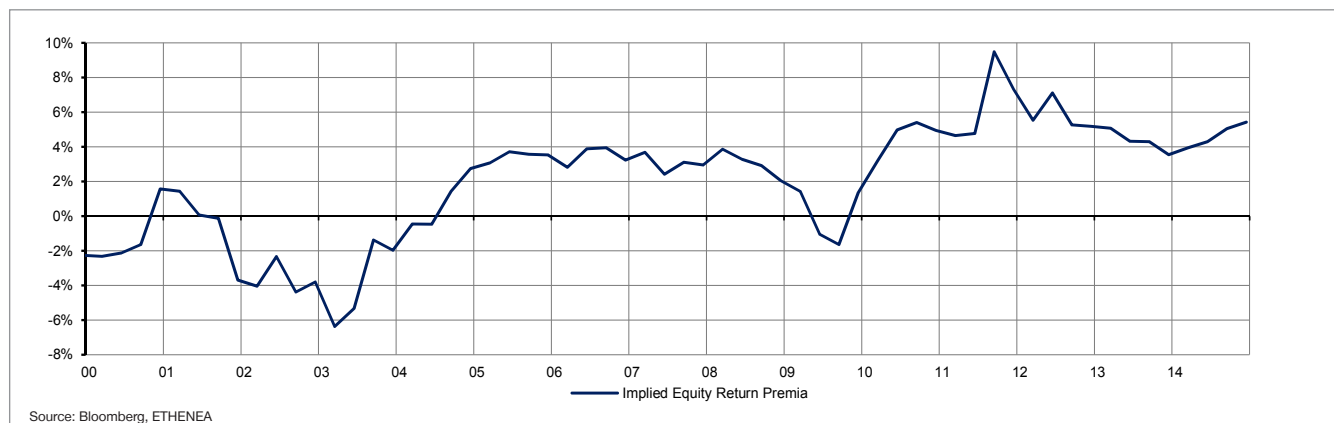
Het staat buiten kijf dat de waarderingen in de laatste jaren fors zijn gestegen. In absolute termen kan de markt bij een historische koers/winstverhouding van circa 20 voor de DAX nauwelijks als goedkoop worden beschreven. Anderzijds zijn de waarderingen op de obligatiemarkt nog veel duurder, en op grond van de alom magere rendementen deinst men er niet voor terug landen als Portugal of Ierland, die kort geleden nog

aan de rand van het staatsfaillissement verkeerden, op tien jaar geld te lenen tegen 1 %.

Desondanks genereren obligatiefondsen in Duitsland nog altijd meer cashflow dan aandelenfondsen. Het aantal aandelenbezitters is hier sinds 2001 gedaald van ca. 12,8 miljoen tot 8,4 miljoen.⁴ Aandelenbezit is in het gunstigste geval een maatschappelijk randverschijnsel. Beurspsychologisch gezien is dat niet verwonderlijk, want twee pijnlijke crashes liggen nog vers in het geheugen, wereldwijd en bij de Duitse beleggers in het bijzonder. Er heerst een diep wantrouwen jegens het beleggingsinstrument aandeel. Elk nieuw record van de markt wordt sceptisch geïnterpreteerd als aanwijzing voor overdreven speculatie. De apocalyptische fantasieën van de genoegzaam bekende crisispropheten hebben zich diep in het collectieve onderbewustzijn van de verontruste bevolking genesteld. Ziet een markt die elk moment geconfronteerd kan worden met het uiteenspatten van een speculatieve zeepbel er zo uit?

Niet alleen deze observaties spreken tegen het feit dat het einde van de bullmarkt nabij is. Als we verder kijken dan enkel de absolute waarderingen op de aandelenmarkt en aandelen

⁴ Bron: Deutsches Aktieninstitut, jaarverslag 2014



Grafiek 13: Risicopremie van de DAX-index ten opzichte van 10-jarige obligaties van de Bondsrepubliek Duitsland, kwartaaldata sinds 1999

afzetten tegen andere beschikbare beleggingsalternatieven, dan komen aandelen allesbehalve als schromelijk overgewaardeerd uit de bus. Dat kan goed worden aangetoond aan de hand van de impliciete aandelenrisicopremies.

Het idee achter de aandelenrisicopremie is eenvoudig: Omdat aandeelhouders in principe een hoger risico lopen dan obligatiehouders, en hun inleg zelfs helemaal kunnen kwijtraken, moeten ze voor de belegging in een aandeel ook een hoger rendement verlangen. Het verschil tussen de risicovrije rente en het te verwachten rendement van een aandeel noemen we aandelenrisicopremie. Bedraagt de risicovrije rente 5 %, dan is de impliciete aandelenrisicopremie voor een bedrijf met 10 % Return on Equity waarvan het aandeel tegen een koers/boekverhouding van 1 wordt verhandeld, eveneens 5 %. Beleggers kunnen veel meer rendement uit een belegging in dit bedrijf verwachten dan wanneer ze gewoon risicovrij geachte staatsobligaties zouden kopen. Stijgt de waardering, dan daalt ceteris paribus de risicopremie, en omgekeerd. Waardering is een grootheid die voortvloeit uit de combinatie van winstgevendheid, renteniveau en marktwaardering en een goede indicatie vormt voor de risicobereidheid van beleggers.

Als historisch langetermijngemiddelde bedroeg de aandelenrisicopremie circa 4 %.⁵ Er waren echter meerdere perioden waarin ze is gedaald tot 0 % of zelfs daaronder, hetgeen betekent dat aandelen aanzienlijk hoger gewaardeerd waren dan de risicovrije Duitse staatsobligaties.⁶ Op het hoogtepunt van de *Neuer Markt* aan het einde van de jaren 90 had de DAX bijvoorbeeld een K/W van circa 40, terwijl de 10-jarige Duitse staatsobligaties bij een rendement van circa 5 % en een K/W van 20 echte koopjes waren. Ook al krijgt menigeen vandaag de dag al hoogtevrees bij het zien van de DAX-chart: zelfs na zes jaar bullmarkt zijn aandelen in vergelijking met obligaties nog altijd duidelijk goedkoper. Op het huidige DAX-niveau ligt de impliciete aandelenrisicopremie met ruim 4,5 % nog altijd boven het historische gemiddelde (grafiek 13).

Nu de ECB er met de aankondiging van haar QE-programma daadwerkelijk in is geslaagd een derde van het uitstaande volume aan risicovrije staatsobligaties in de negatieve rendementszone te trekken, lijdt het geen twijfel meer dat minstens een deel van het vers geperste geld op de wanhopige zoektocht naar rendement zijn weg naar de aandelenmarkt zal vinden. En nog is het allesbehalve speculatief om blue chips met tamelijk veilige dividendrendementen van 4 à 5 % en het uitzicht op toekomstige groei te kopen.

Wanneer de kunstmatig tot stand gebrachte beleggingsdruk daarentegen toeneemt, zal de aandelenrisicopremie onvermijdelijk dalen. Stel dat de rentetarieven binnen afzienbare tijd op hun laagste peil blijven en dat de winstgevendheid van bedrijven min of meer stabiel blijft. Dan kunnen we eenvoudig de mogelijke indexniveaus van de DAX bij verschillende impliciete aandelenrisicopremies inschatten (grafiek 14).

Mocht de aandelenrisicopremie dus alleen in de richting van het historische gemiddelde van circa 4 % dalen, dan zou de DAX al ruim 13.500 punten tellen. Dit scenario zal zich naar verwachting al in de loop van dit jaar voltrekken. De situatie aan

Risk Premium	Price/Book	Index Level
5 %	1,86x	11.069
4 %	2,29x	13.643
3 %	2,99x	17.778
2 %	4,29x	25.507
1 %	7,58x	45.128
0 %	29,88x	177.779

Source: Bloomberg, ETHENEA

Grafiek 14: Theoretisch indexniveau van de DAX t.o.v. diverse impliciete aandelenrisicopremies (aanne: risicovrije 10-jarige rente 0,3 %; bedrijfswinsten/boekwaarden gelijk aan FY2014)

⁵ Deze waarde komt overeen met de gemiddelde waarde van de afgelopen 100 jaar op de Amerikaanse markt. De database voor de DAX is minder omvangrijk, maar vergelijkbaar.

⁶ De fase tussen 2001 en 2003 laten we buiten beschouwing, omdat de DAX-ondernemingen daarin vanwege grote afschrijvingen tijdelijk verliezen boekten en de cijfers daardoor ietwat gechargeerd zijn.

de overkant van de grote plas leert ons hoe het verder zou kunnen gaan: in de VS is de aandelenrisicopremie na een jarenlang QE-experiment inmiddels gekrompen tot circa 3 %. Het is dan ook niet denkbeeldig dat de DAX op een gegeven moment dit voorbeeld volgt en we in 2016 indexniveaus van ruim 17.000 punten zullen meemaken.

Op dit niveau kan het zijn dat de koorts langzaam ontwaakt; mensen zouden weer een effectenlening kunnen afsluiten om wat bij te verdienen en pure hebzucht zou de risicopremie tot 2 % en vervolgens tot 1 % kunnen doen dalen. We kunnen de verleidelijke geur van de Neue Markt al ruiken wanneer

de DAX eerst de grens van 25.000 punten doorbreekt en vervolgens richting 45.000 punten sprint. Stel dat de Europese economie op een gegeven moment daadwerkelijk weer opkrabbelt en de bedrijfswinsten mede dankzij de zwakke euro nogmaals zouden aantrekken ...

Nou, dan duizelt het ook ons een beetje. Een uit de lucht gegrepen prognose? Wij denken van niet - het is slechts een consequente manier om de logische gevolgen van de QE-gekte in te zien. Vanaf een DAX-niveau van 175.000 zouden wij u overigens weer adviseren 10-jarige Duitse staatsobligaties te kopen.

Macro-economische vooruitzichten >>

De voornaamste actoren in de politieke arena waren sinds de publicatie van de laatste Marktcommentaar nog altijd Griekenland en de Eurogroep. Terwijl de onderhandelingen tot het laatst toe op het scherp van de snede werden gevoerd, liet dit steekspel de markten grotendeels koud. Enkel Griekse aandelen en obligaties hadden te lijden van de onderhandelings tactiek van SYRIZA. Aangezien het economische belang van Griekenland voor de eurozone echter gering is, greep deze aversie niet om zich heen. Daardoor bleef de EUR/USD-wisselkoers tijdens de onderhandelingen stabiel en sloeg deze pas later om, als gevolg van de naderende QE.

Een thema dat beslist meer ernstige economische gevolgen met zich mee kan brengen is het aanhoudende conflict in het oosten van Oekraïne en de onbetrouwbaarheid van Rusland als onderhandelingspartner. Ook hier is Rusland precies op de hoogte van de tactiek van het westen, dat onder leiding van Angela Merkel een escalatie in de vorm van een oorlog wil vermijden, en maakt hier misbruik van. Het is afwachten hoeveel provocaties het westen zal accepteren. Ofschoon dit conflict voor Europa een ernstige bedreiging vormt, laten de reacties vanuit de markt en de invloed op de economische ontwikkeling voorlopig op zich wachten.

Laatstgenoemde is in de afgelopen maand verder in de richting van herstel opgeschoven, zoals wij hadden verwacht. Daarom blijft onze inschatting van de conjunctuur sinds het laatste

Marktcommentaar onveranderd. Wat de voorspellende indicatoren hebben laten zien, wordt bevestigd door de gegevens voor januari en februari. Het consumentenvertrouwen neemt toe, evenals de detailhandelsomzet. Deze maakte in de eerste maand van het jaar in Duitsland en Italië een krachtige groei door, en dat was sinds de eurocrisis niet meer gebeurd. Een belangrijke factor voor de stemming onder consumenten is de werkloosheid, die verrassend licht terugliep en eind januari weer even laag was als in mei 2012. Ook de deflationaire druk is na de stabilisering van de olieprijs in januari afgenomen en het thema schijnt voorlopig van tafel te zijn.

Italië verraste in positieve zin, terwijl Frankrijk nog altijd achter de andere lidstaten aanhinkt. Met de dreiging van de procedure voor buitensporige begrotingstekorten van de Europese Commissie wegens het aanhoudend (te) hoge begrotingstekort lijken nu ook de Franse president François Hollande en zijn minister van economische zaken door te hebben hoe laat het is. Zo hebben ze afgelopen maand met behulp van een zelden aangewend instrument uit de grondwet de eerste economische hervormingen doorgevoerd, zonder het parlement te raadplegen. Maar ook het Italiaanse parlement, dat het eerste deel van een omvangrijkere arbeidsmarkthervorming heeft goedgekeurd, rechtvaardigt de hoop dat Europa een politieke koers inslaat die bevorderlijk is voor de economie. Op grond daarvan gaan wij nog altijd uit van een geleidelijk herstel in Europa. Ook het vooruitzicht van reële groei, dankzij

toenemende bestedingen, liquiditeit en lage rente door de kwantitatieve versoepeling en de toenemende kredietvraag, bevordert de aantrekkingskracht van aandelen.

Voor het thema QE in Europa en het mogelijke tijdstip van een eerste renteverhoging in de VS drukten in de afgelopen maand hun stempel op de markt. De markten zijn reeds voor een groot deel vooruitgelopen op de introductie van het QE-programma van de ECB. Zo hebben we een sterke convergentie van de rendementen van centrale en perifere lidstaten van de Europese Monetaire Unie gezien. Daarbij vielen de rendementen van Portugese staatsobligaties op 10 jaar lager uit dan die van 10-jarige Treasuries.

De lange rente op US Treasuries is daarentegen verder opgelopen. Deze ontwikkeling weerspiegelt de marktverwachting met betrekking tot een eerste renteverhoging van de Amerikaanse Fed in de zomer van 2015 na de publicatie van positieve arbeidsmarktcijfers (non-farm payrolls voor januari). Deze verwachtingen worden bij elke openbare uitlating of informatie van Amerikaanse centrale bankiers gecontroleerd en bijgesteld. Deze willen zich echter niet vastpinnen en daarom kunnen de betreffende statements, al naargelang het verkondigde standpunt, worden aangeduid als *dovish* of *hawkish*. In de notulen van de bijeenkomst in januari viel bijvoorbeeld te lezen dat de Fed het aan een vervroegde

renteverhoging gekoppelde risico hoog acht. Anderzijds is een dergelijke stap gewenst om terug te keren naar de normalisering van het monetair beleid en wordt deze nagestreefd door de bestudering van concrete begeleidende maatregelen. Om de markten nog minder houvast te geven heeft Fed-president Janet Yellen in een toespraak voor het Congres gepleit voor het verwijderen van de term *patient* uit het Policy Statement. Tegelijkertijd temperde ze de verwachting dat dit in de volgende twee bijeenkomsten van het FOMC zou uitmonden in een renteverhoging. In plaats daarvan zou al naargelang de cijfers per bijeenkomst worden besloten of de tijd rijp is voor deze stap. Voorwaarde is echter een verdere verbetering van de arbeidsmarktsituatie, vooral in de vorm van loonstijgingen. Daarmee blijven de markten anticiperen op een eerste renteverhoging medio 2015 en handhaaft de rente op 10-jarige US Treasuries zich boven de 2 %.

Ook zonder renteverhoging staat het monetair beleid van de Amerikaanse centrale bank haaks op de wereldwijde geldmarkt, waar sinds het begin van het jaar liefst 20 centrale banken monetaire verruimingsmaatregelen hebben doorgevoerd. Als de Fed in deze omgeving de rente verhoogt, zal dat de dollar verder versterken. Ofschoon in de VS al van diverse kanten vraagtekens werden geplaatst bij een sterkere dollar, verwachten wij dat de eerste renteverhoging in het tweede halfjaar van dit jaar zal plaatsvinden.

Auteurs >>

Guido Barthels

Portfolio Manager, CIO

ETHENEA Independent
Investors S.A.

Yves Longchamp, CFA

Head of Research

ETHENEA Independent
Investors (Schweiz) AG

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



ETHENEA
managing the Ethna Funds

Uitgever >>

achter (v.l.n.r.):

Peter Steffen, Daniel Stefanetti, Guido Barthels
en Arnoldo Valsangiacomo

voor (v.l.n.r.):

Yves Longchamp en Luca Pesarini



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 · Luxemburg
Phone +352 276 921 10 · Fax +352 276 921 99
info@ethenea.be · ethenea.be

Onderscheidingen >>



Disclaimer >>

Beleggen in een beleggingsfonds brengt zoals elke belegging in effecten en vergelijkbare activa, een risico van koers- en wisselkoersverliezen met zich mee. Hierdoor kunnen de koersen van deelnemingsrechten en de rendementen variëren en dus niet worden gegarandeerd. De kosten van de beleggingsactiviteiten van het fonds beïnvloeden het uiteindelijke beleggingsresultaat. Als bewijs van de aankoop van deelnemingsrechten gelden de wettelijk voorgeschreven verkoopdocumenten. De in dit document verstrekte gegevens dienen slechts ter beschrijving van het product en vormen geen beleggingsadvies, aanbod tot het sluiten van een adviserings- of informatieovereenkomst of aanbod tot (ver)koop van effecten. De inhoud is na zorgvuldig onderzoek tot stand gekomen en met de grootste zorg samengesteld en gecontroleerd. Voor de juistheid, de volledigheid en de nauwkeurigheid wordt geen aansprakelijkheid aanvaard. Munsbach, 28.02.2015.