



ETHENEA
managing the Ethna Funds

Nr. 1 · januari 2017

MARKTCOMMENTAAR



Hoogspanning

Politieke gebeurtenissen en de aanhoudende onzekerheid van de marktdeelnemers zetten de markten in 2016 onder spanning. Deze trend zal in het nieuwe jaar hoogstwaarschijnlijk worden voortgezet. Wat zal de kapitaalmarkten in 2017 onder hoogspanning zetten?

Inhoud >>

Editie gepubliceerd op 31.12.2016

>> [Hoogspanning](#)

>> [Macro-economische
vooruitzichten](#)



info@ethenea.be | ethenea.be



Hoogspanning

Politieke gebeurtenissen en de aanhoudende onzekerheid van de marktdeelnemers zetten de markten in 2016 onder spanning. Deze trend zal in het nieuwe jaar hoogstwaarschijnlijk worden voortgezet. Wat zal de kapitaalmarkten in 2017 onder hoogspanning zetten?

Vooruitzichten voor 2017

Generaties scholieren zullen zich de wet van Ohm¹ en de lettercombinatie URI nog wel vaag herinneren uit de wiskundeles. Deze wet zegt dat de elektrische weerstand R een constante is die gelijk is aan het quotiënt van spanning U en stroomsterkte I . Dit kan onder meer herleid worden tot de vergelijking $U=R \cdot I$, dus is *spanning gelijk aan het product van weerstand en stroomsterkte*.

In ons huidige wereldbeeld bestaat er een spanningsveld tussen de economie van de VS en die van de eurozone, zoals we dat al lang niet meer gezien hebben. Terwijl de Amerikaanse bbp-cijfers (Q3: 1,7 % j-o-j) weliswaar als hoog worden aanzien – hoog genoeg opdat de Amerikaanse Fed de beleidsrente zou optrekken en dit jaar drie nieuwe renteverhogingen aankondigt – zijn de bbp-cijfers uit de eurozone (Q3: 1,7 % j-o-j) zo zwak dat de Europese Centrale Bank zich gedwongen voelde om het aankoopprogramma van staatsobligaties te verlengen tot het einde van het jaar.

Blijkbaar kunnen alleen hoogopgeleide economen deze logica volgen.²

Deze discrepantie in het monetair beleid wordt voortgezet over de hele rendementscurve. Grafiek 1 toont dat de, nauwelijkt opgevolgde, spread tussen de rente op 10-jarige Amerikaanse treasuries en Duitse bunds oploopt tot meer dan 230 basispunten, wat bijna een 30-jarig record is. De relatie tussen deze markten is uiterst gespannen. Wij verwachten dat deze spanning dit jaar weer zal afnemen, waarschijnlijk ten nadele van de rente op Duitse bunds.

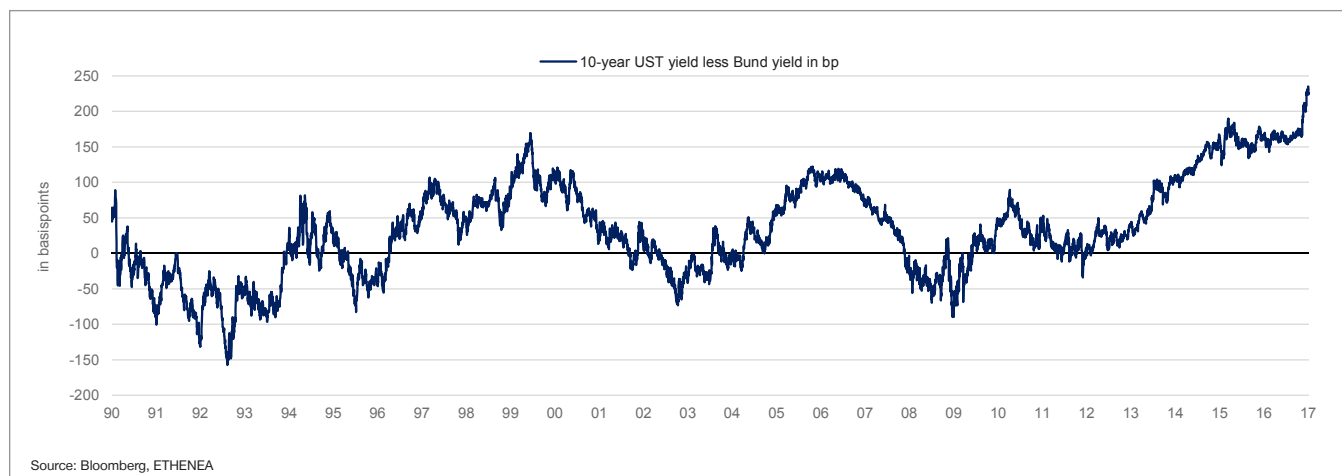
Door het basiseffect van de opnieuw stijgende prijs van ruwe olie zal de inflatie naar alle waarschijnlijkheid zowel in Europa als in de VS toenemen, zoals Yves Longchamp, ons Head of Research, in de hierop volgende macro-economische vooruit-

» Strategische duratieposities moeten met de nodige voorzichtigheid ingenomen worden. «

zichten zal uitleggen. In dit klimaat is het onwaarschijnlijk dat we veel rentedalingen zullen zien, of toch zeker wat het eerst kwartaal betreft. Strategische duratieposities moeten dus met de nodige voorzichtigheid ingenomen worden. Maar tactische

¹ De wet van Ohm is genoemd naar de Duitse natuurkundige Georg Ohm, die een relatie legt tussen spanning, weerstand en stroomsterkte.
Bron: https://nl.wikipedia.org/wiki/Wet_van_Ohm

² Om de eer van de economen te redden moet natuurlijk wel gezegd worden dat het hoofddoel van het monetair beleid van zowel de Fed als de ECB prijsstabiliteit is. De inflatiepercentages aan beide zijden van de Atlantische Oceaan liepen sterk uiteen. Terwijl de ECB kampt met een lage inflatie, lijkt de Fed te denken dat deze fase al achter de rug is. Toch zijn de zeer vergelijkbare groeipercentages verrassend gezien de grote rente- en rendementsverschillen.



Grafiek 1: Rentespread tussen 10-jarige Amerikaanse en Duitse staatsobligaties

posities zullen mits een juiste timing zeker rendabel zijn, omdat we ons nog altijd in een zeer volatiel klimaat bevinden. Men zegt weliswaar dat politieke markten niet blijven duren, maar zeker is dat 2017 op het gebied van volatiliteit een voortzetting van 2015 en 2016 zal zijn en dat politieke gebeurtenissen hierbij een grote rol zullen spelen. We denken hierbij aan de waarschijnlijke start van de brexit, de verkiezingen in Frankrijk en Duitsland en de eerste 100 dagen van het presidentschap van Trump. En dat zijn nog maar de onbekenden die we nu al kennen. Er zijn er ook nog onbekenden die we nog niet kennen, die zeker massaal op ons zullen inwerken en die we zullen moeten overwinnen.

Positief in dit klimaat is dat er door de gestegen rente weer zoiets als een carry bestaat.³

Wij verwachten nog altijd een lastige, volatiele periode op de internationale kapitaalmarkten.

Terugblik op 2016

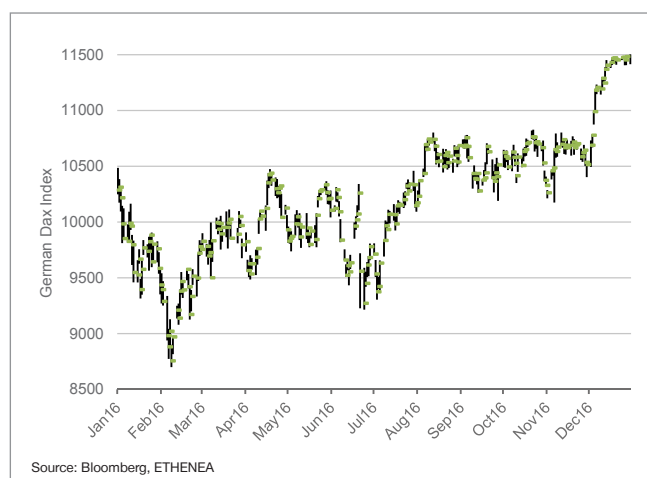
Traditioneel mag de terugblik op het vorige jaar niet ontbreken in de januari-editie van de Marktcommentaar. Grafiek 2 en 3 tonen de ontwikkeling van de rente van respectievelijk Amerikaanse treasuries en die van de DAX-index. Wanneer men naar de twee grafieken kijkt, valt op dat ze zich zeer vergelijkbaar ontwikkelen: dalende rentes gingen hand in hand

» Dalende rentes gingen hand in hand met dalende aandelenkoersen en omgekeerd. «

met dalende aandelenkoersen en omgekeerd. De aandelen- en obligatiemarkten waren dus negatief gecorreleerd, wat in de voorgaande jaren vaak niet het geval was. Dat is absoluut goed nieuws, want dat is precies de *raison d'être*⁴ van flexibele



Grafiek 2: Ontwikkeling van de rente op 10-jarige Amerikaanse treasuries*



Grafiek 3: Ontwikkeling van de DAX-index

³ Carry, of lopende rente, is natuurlijk maar één mogelijke inkomenscomponent. En een carry van 2% (na afdekking) is nog altijd beter dan de zo goed als 0% rente waarmee we in 2016 lange tijd hebben moeten leven.

⁴ In het Nederlands: "bestaansreden"

gemengde fondsen. Maar het betekent vooral dat een zeker herstel van de markt waarneembaar is.

Het blijft echter een feit dat de bandbreedte van het rendement over het afgelopen jaar zeer hoog uitvalt, zeker wanneer ze procentueel bekeken wordt (grafiek 2). De ontwikkeling van 1,31 % tot meer dan 2,60 % is een verdubbeling, in nauwelijks een half jaar tijd. Hoewel we al grotere *absolute* schommelingen hebben waargenomen, konden we geen vergelijkbare *relatieve* ontwikkeling ontdekken. In de niet onaanzienlijke professionele loopbaan van de auteur, die al op 1 april 1987 begon, is het laatste half jaar uniek.

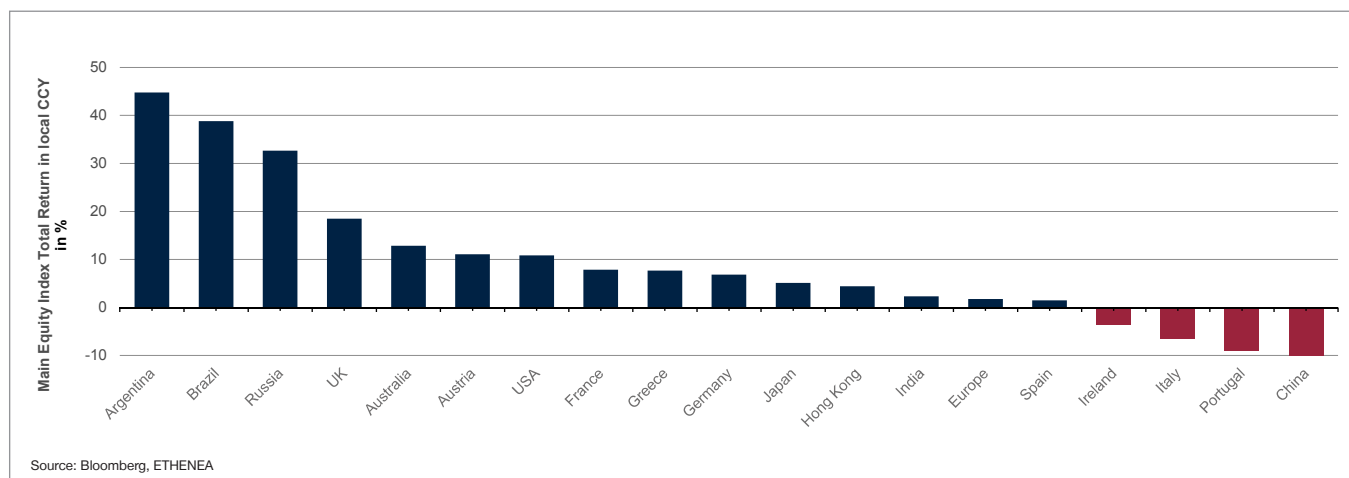
De aandelenmarkten van de zogenaamde ontwikkelde wereld (grafiek 3 geeft bij wijze van voorbeeld de ontwikkeling van de Duitse DAX weer) bewogen echter lange tijd zijwaarts. De *sell off* in januari, de daaropvolgende rally in februari en de paar weken na de Amerikaanse verkiezingen zijn slechts enkele voorbeelden van de grote schommelingen in 2016. In de overige negen maanden waren er wel soms grote verschillen in de dagkoersen, maar zonder dat daarbij een echte trend duidelijk werd. Dat is in de

eerste plaats omdat de marktspelers in onzekerheid bleven over het rentebeleid van de Amerikaanse centrale bank.

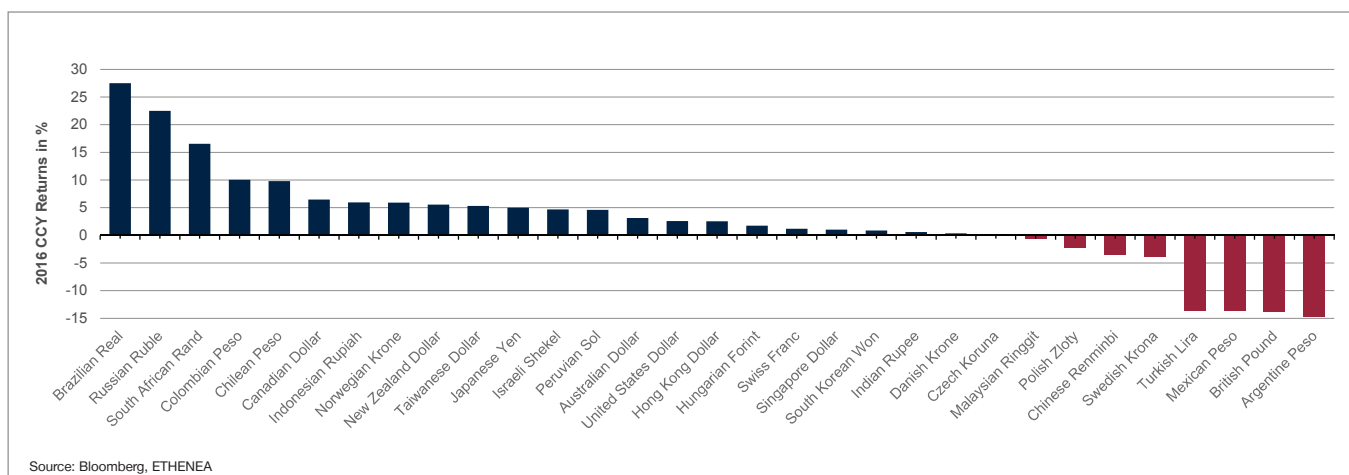
Over het hele jaar genomen moesten de indices van de opkomende landen, omgerekend in lokale valuta, het onderspit

„ De enige munten die waarde verloren hebben ten opzichte van de euro, komen uit landen met zware binnenlandse politieke problemen. “

delven (grafiek 4). In ons beleggingsuniversum van OESO-landen staat Groot-Brittannië met een jaarresultaat van 18,5 % verrassend genoeg aan de leiding. Dit resultaat is echter in Britse pond uitgedrukt en wordt bijgevolg sterk beïnvloed door de depreciatie van de munt ten belope van 13,8 % (grafiek 5). Uitgedrukt in euro valt de winst terug tot een magere 4,7 %, of met andere woorden minder dan de DAX. Zoals kon worden vastgesteld in grafiek 3, laten de staafdiagrammen altijd maar een klein deel van het verhaal zien.



Grafiek 4: Jaarwinst van een selectie van aandelenindices in lokale valuta

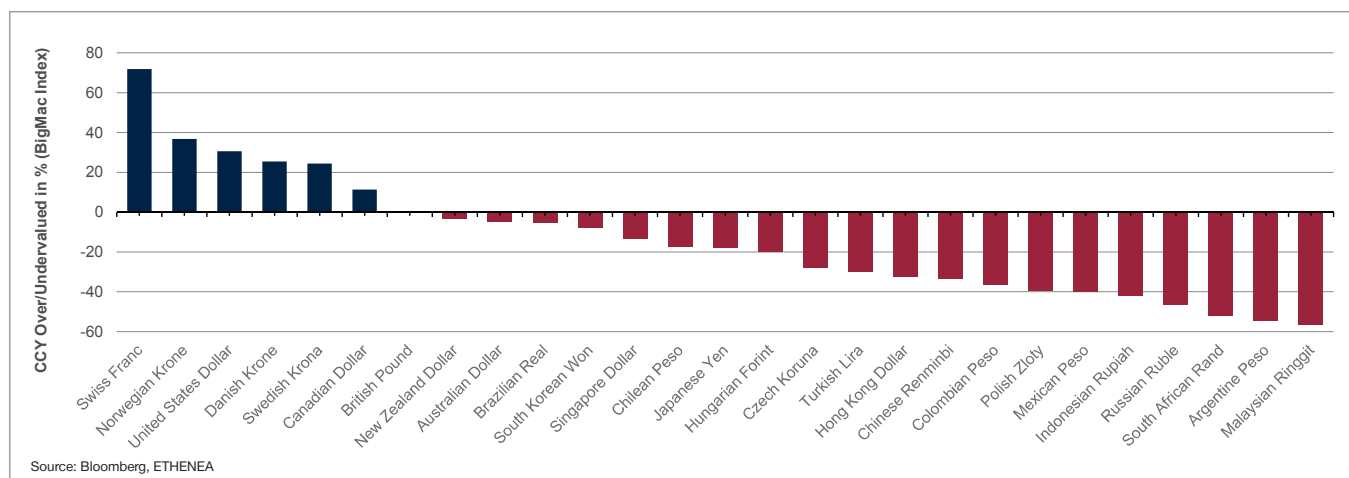


Grafiek 5: Jaarwinst van een selectie van valuta's ten opzichte van de euro

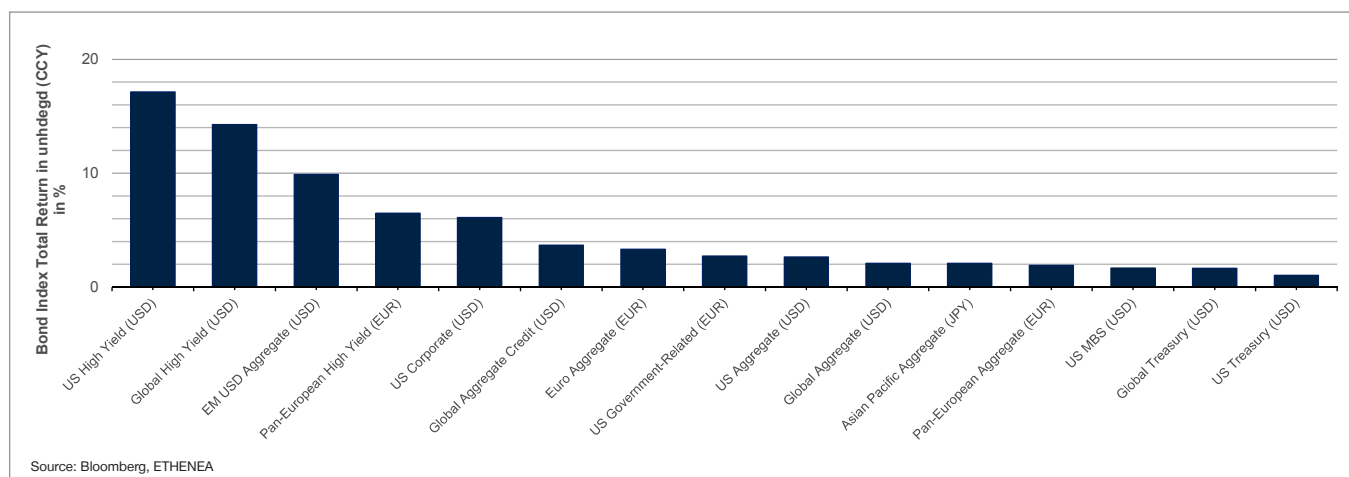
Alles bij elkaar is een groot deel van de valuta's gestegen ten opzichte van de euro, wat ook (officieus) de bedoeling is van het huidige monetair beleid van de ECB. Het ziet er echter naar uit dat de markt niet echt meer gelooft in een voortzetting van deze trend. Zelfs de Amerikaanse dollar, die bij het ter perse gaan 1,0440 noteerde ten opzichte van de euro, lijkt minstens zijn weg naar wisselkoerspariteit onderbroken te hebben.

De enige munten die waarde verloren hebben ten opzichte van de euro, komen uit landen met zware binnenlandse politieke problemen. Ook grafiek 6 laat zien dat, met uitzondering van de gebruikelijke verdachten (de CHF, de Scandinavische munten, de USD en de CAD), alle andere valuta's in koopkracht nog altijd ondergewaardeerd zijn ten opzichte van de euro. De in het begin genoemde hoogspanning bestaat dus zeker ook hier.

Ten slotte richten wij onze aandacht op de obligatiemarkten, het marktsegment dat de auteur bijzonder nauw aan het hart ligt. Grafiek 7 laat zien dat vooral het non-investment-grade-segment het beste jaarrendement opleverde. Ook hier mogen we het begin van 2016 niet uit het oog verliezen wanneer deze activaklasse enorme verkopen ondervond. Maar sinds midden februari zijn de rentespreads tussen deze obligaties weer flink gekrompen, gelijktijdig met de stijgende aandelenkoersen. Om in dit segment echt rendement te realiseren moet men er echter absoluut en onvoorwaardelijk rekening mee houden dat op de secundaire markt vaak een gebrek is aan liquiditeit. En dus valt een boekwinst maar zeer moeilijk om te zetten in echte winst. De Amerikaanse markt van bedrijfsobligaties, waar wij in 2016 de voorkeur aan gaven, heeft op indexniveau maar liefst 6,1 % opgebracht. Maar ook hier moeten nog afdekkingskosten afgetrokken worden, waardoor de potentiële winst met enkele procentpunten daalt.



Grafiek 6: Over- of onderwaardering van elke munt ten opzichte van de euro in koopkrachtpariteit (Big Mac-index)



Grafiek 7: Jaarwinst van een selectie van obligatie-indices in de vermelde munt

Conclusie

2016 was min of meer een voortzetting van de twee voorgaande jaren. Bepalend voor de kapitaalmarkten waren niet zozeer de fundamentals, maar eerder de politieke gebeurtenissen en het monetair beleid van de centrale banken. Ook in 2017 lijkt het dezelfde kant op te gaan.

Om in een dergelijk klimaat met succes op de kapitaalmarkten te navigeren, moet men snel beslissingen nemen, maar ook

weer niet te snel, om geen tegenreacties te missen. Het beste voorbeeld hiervan is de ontwikkeling van de aandelenmarkt in de eerste weken van vorig jaar. Het tegenvoorbeeld is echter de tot nu toe nog uitgebleven, maar door ons verwachte tegenreactie op de markt voor Amerikaanse treasuries.

De *hoogspanning* blijft dus bestaan.



Auteurs >>

Guido Barthels

Portfolio Manager
ETHENEA Independent
Investors S.A.

Yves Longchamp, CFA

Head of Research
ETHENEA Independent
Investors (Schweiz) AG

Macro-economische vooruitzichten >>

In deze uitgave willen wij eerst terugblikken op 2016 en aansluitend vooruitblikken op 2017. We houden het kort en gaan alleen in op de kwesties die voor ons het belangrijkste zijn. Enkele onderwerpen die aan bod zullen komen zijn: groei, inflatie, de sterke Amerikaanse dollar, de hogere rente, China, de eurozone, Trump, de Brexit en de drukke politieke agenda in Europa.

Een jaar dat anders liep dan verwacht

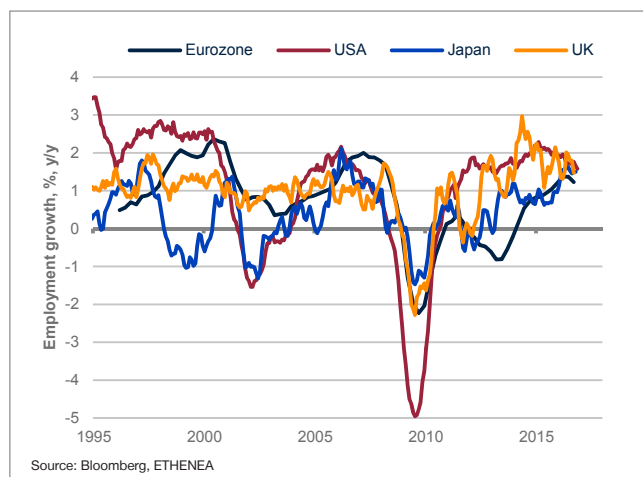
2016 liep op zijn zachtst gezegd anders dan verwacht. Meermaals wezen regionale waarschuwingssystemen voor tsunami's op tektonische activiteit in de economische ondergrond. On-

„Ondanks waarneembare scheuren in de politieke en economische structuur bleven de financiële markten echter gespaard van verwoestende golven.“

danks waarneembare scheuren in de politieke en economische structuur bleven de financiële markten echter gespaard van verwoestende golven. Hoewel de koersen sterk schommelden, sloten de belangrijkste aandelenindexen het jaar met winst af en steeg de rente op staatsobligaties.

In de allereerste dagen van 2016 leken de sterke dollar, de eerste renteverhoging van de Fed en de in het algemeen teleurstellende cijfers over de wereldeconomie een eerste waarschuwingssignaal. Intussen kunnen we dit echter samenvatten als de grootste aardschok van het jaar. De deviezenreserves van China daalden fors, waardoor de vrees voor een harde landing van de Chinese economie toenam. Na deze stormachtig start werd het rustig, tot zich politieke schokken voordeden. In juni (Brexit) en november (Trump) werd algemeen aangenomen dat de beurzen zouden kelderen, maar telkens weer bleven dramatische gevolgen uit. De schok na het Brexit-referendum werd vooral door het Britse pond opgevangen, terwijl de verkiezing van buitenstaander Donald Trump voor een wind van verandering zorgde die de aandelenmarkten naar nieuwe hoogtes bracht en de rente flink deed opveren.

De groei was in het algemeen matig, maar hield goed stand en bleek voldoende om nieuwe banen te creëren en de werkloosheid terug te dringen. Het herstel van de arbeidsmarkt is echter



Grafiek 8: De werkgelegenheid bereikt een hoogtepunt en de globale conjunctuurcyclus bevindt zich in een late fase

enigszins verzwakt, waardoor we er nog meer van overtuigd zijn dat de conjunctuurcyclus van de ontwikkelde economieën vergevorderd is. Op grafiek 8 is te zien hoe de groei van de werkgelegenheid in de eurozone, Japan, het Verenigd Koninkrijk en de Verenigde Staten is vertraagd.

Een vergevorderde conjunctuurcyclus en grote onzekerheid

Elke conjunctuurcyclus begint met een recessie en eindigt met een recessie. Hoewel de huidige cyclus duidelijk in een late fase zit, gaan wij in ons basisscenario voor 2017 niet uit van een recessie. Wij verwachten dat de groei dit jaar bescheiden blijft en geleidelijk zal afnemen.

Fed-voorzitter Janet Yellen vatte de impact van het economische beleid van Trump op de Verenigde Staten perfect samen op haar persconferentie in december: “De onzekerheid is

„Hoewel de huidige cyclus duidelijk in een late fase zit, gaan wij in ons basisscenario voor 2017 niet uit van een recessie.“

momenteel groot en we hebben tijd om af te wachten welke veranderingen zich zullen voordoen en daar rekening mee te houden in onze besluitvorming naarmate we meer duidelijk-

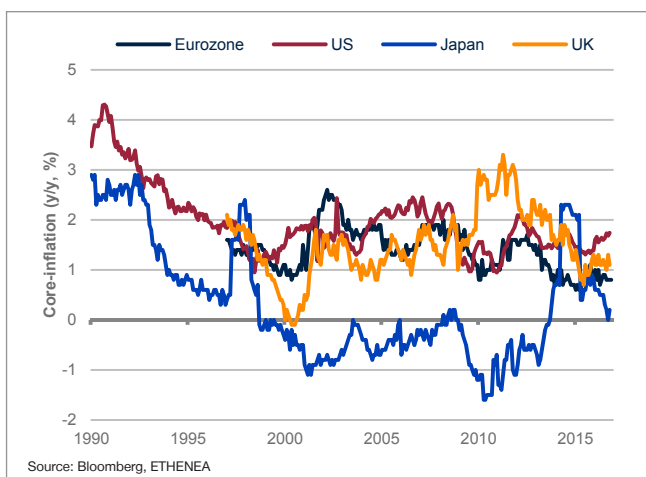
heid krijgen. [...] Ik beschouw de marktschommelingen dan ook als impliciete aanwijzingen over de waarschijnlijke impact van dat beleid op de economie”.⁵ We zien momenteel twee grote bronnen van onzekerheid, namelijk de omvang van de begrotingsstimuli en de belastinghervorming en de snelheid waarmee deze zullen worden doorgevoerd. Afgaand op de koersschommelingen sinds de Amerikaanse verkiezingen van vorig jaar, gaat de markt ervan uit dat de stimuli en de hervorming omvangrijk zullen zijn. Daarnaast verwacht men dat ze een positief effect zullen hebben en snel in werking zullen treden. Wij zijn echter minder optimistisch dan de markt. Ten eerste omdat het de nodige tijd zal vergen om dit programma uit te voeren, en ten tweede omdat de markt geen rekening houdt met minder gunstige ontwikkelingen, zoals de toekomst van handelsverdragen en de relatie tussen de Verenigde Staten en China.

Inflatie: een groot vraagteken

Een vergevorderde cyclus wordt gewoonlijk geassocieerd met een hogere inflatie en een geleidelijk strenger wordend monetair beleid. De inflatie is gestegen en deze trend zal in het eerste kwartaal van 2017 waarschijnlijk aanhouden. Het effect van het gestage herstel van de olieprijsen vorig jaar op de CPI zal daarnaast geleidelijk toenemen. De inflatie is echter een complex fenomeen dat vaak slechts na verloop van tijd volledig doorgrond kan worden. Dat is de belangrijkste reden waarom centrale banken het begrip kerninflatie hebben uitgevonden.

” De inflatie is een complex fenomeen dat vaak slechts na verloop van tijd volledig doorgrond kan worden. “

Deze variabele meet de onderliggende inflatie en houdt geen rekening met de olie- en voedselprijzen, die volatiel zijn en hun eigen logica hebben. Volgens deze alternatieve maatstaf



Grafiek 9: De kerninflatie blijft laag

⁵ Bron: <https://www.federalreserve.gov/mediacenter/files/FOMCpresconf20161214.pdf>

Oorspronkelijke Engelse versie: “[...] we’re operating under a cloud of uncertainty at the moment, and we have time to wait to see what changes occur and to factor those into our decision-making as we gain greater clarity. [...] So I see the market moves as implicit forecasts about what impact these policies are likely to have on the economy.”

⁶ De meeste centrale banken spreken van prijsstabiliteit bij een inflatie van 2 %. Als de inflatie meer bedraagt dan dat streefcijfer, spreekt men in het Engels van *overshooting*.

is het risico dat de inflatie te hoog oploopt⁶, beperkt (grafiek 9). In hun recentste prognoses gaan de Europese Centrale Bank (ECB) en de Federal Reserve voor 2019 uit van een inflatie van respectievelijk 1,7 % en 2 %. Het stopzetten van het ultrasoepele monetaire beleid dat de financiële markten nu al bijna tien jaar stuurt, is dan ook niet dringend. De inflatie zou volgens ons dit jaar voor een radicale verandering kunnen zorgen als deze zou aantrekken terwijl de Amerikaanse dollar verzwakt of wanneer de lonen sneller beginnen te stijgen. In tegenstelling tot een eenmalige gebeurtenis zoals een tsunami, is een stijgende inflatie een krachtig, maar traag proces dat vergelijkbaar is met een opkomend tij. Op een rustige avond bij volle maan doet het opkomende tij gevaarlijke rotsen geleidelijk onder het water verdwijnen, waardoor de zee veilig bevaren kan worden en het zicht goed is. Bij een supermaan en storm is het opkomende tij daarentegen gevaarlijk en kan het zelfs rampzalige gevolgen hebben. Daarom zullen wij de ontwikkeling van de inflatie nauwgezet volgen, vooral omdat in de inflatieverwachtingen van de centrale banken, net zoals in de getijdentabellen, geen rekening gehouden wordt met de richting en de snelheid van de rug- of tegenwind.

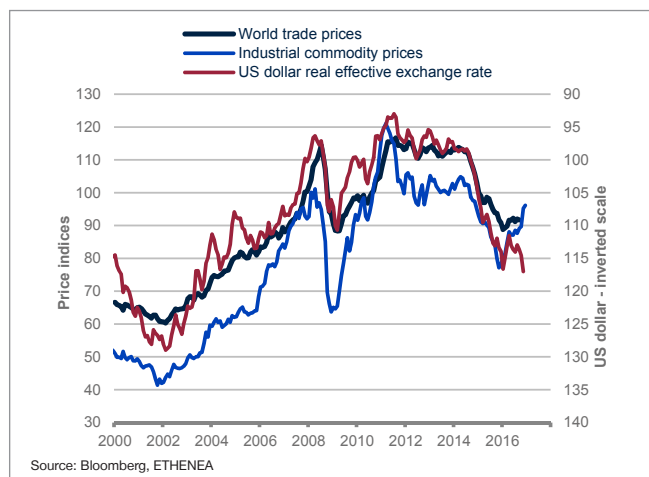
Normalisering van monetair beleid

Het valt op dat de centrale banken anders communiceren over de inflatie. Het woord *deflatie* is schijnbaar uit de woordenschat van de centrale banken verdwenen en het woord *inflatie* is geruisloos in hun verklaringen geslopen. Deze verschuiving wijst mogelijk op het begin van het einde van het extreem soepele monetaire beleid, dat gepaard gaat met een belachelijk lage rente en liquiditeitsinjecties. Overal behalve in Japan is de *normalisering* van het monetaire beleid dus mogelijk op gang gekomen, al blijft het tempo hiervan langzaam. Het tempo van de normalisering zal afhangen van de groeivertraging en de versnelling van de inflatie.

Aangezien de Amerikaanse cyclus het verst gevorderd is en de Amerikaanse centrale bank de enige is die de rente heeft verhoogd, zullen de Verenigde Staten het ritme bepalen. De Fed is de enige centrale bank die in 2017 de rente kan verho-

” De Fed is de enige centrale bank die in 2017 de rente kan verhogen. “

gen. Daarentegen is de kwantitatieve versoepeling in Japan nog volop aan de gang; heeft de ECB aangekondigd haar balans tot minstens december 2017 uit te breiden; moet de Zwitserse centrale bank noodgedwongen strafrentevoeten handhaven om een stijging van de Zwitserse frank te voorkomen; en ten slotte hangt het beleid van de Engelse centrale bank af van de concrete invulling van de Brexit.



Grafiek 10: Een sterke Amerikaanse dollar werkt deflatie in de hand

Drukke politieke en geopolitieke agenda

Het behoeft geen betoog dat de Verenigde Staten ook in geopolitiek opzicht voor onzekerheid zullen zorgen, met name in hun relatie met China en Rusland en omtrent de toekomst van internationale handelsverdragen. In Europa zou de Brexit, die waarschijnlijk in maart in gang zal worden gezet, voor wat golven kunnen zorgen in het ondiepe water van het Kanaal en later zouden ook de Franse en Duitse verkiezingen voor deining kunnen zorgen. Wij zijn voorzichtig optimistisch en rekenen erop dat deze verkiezingen geen nieuwe populistische overwinning zullen opleveren.

Twee risico's: sterke Amerikaanse dollar en hogere rente

De Amerikaanse dollar is sterk en zette zijn klim voort na de laatste Fed-vergadering. Dit bevestigt onze stelling dat de dollar niet te duur is voor de Amerikaanse economie, maar wel voor de rest van de wereld, in het bijzonder voor de landen die hun valuta aan de dollar gekoppeld hebben. Verder denken we dat een hogere rente in de VS een risico inhoudt voor de eurozone.

Aangezien de groei in het algemeen bescheiden, maar constant is en ondersteund wordt door de binnenlandse vraag, denken wij niet dat de ze fors zal afgeremd worden door de hogere rente en de sterke dollar. De inflatie zou echter wel kunnen

worden getemperd, aangezien de internationale prijzen (grondstoffen- en wereldhandelsprijzen) de door de Amerikaanse dollar ingeslagen richting nauwgezet volgen (grafiek 10). Een sterke dollar wordt vaak geassocieerd met lagere prijzen op de internationale markt. Als de inflatie niet aantrekt, zullen

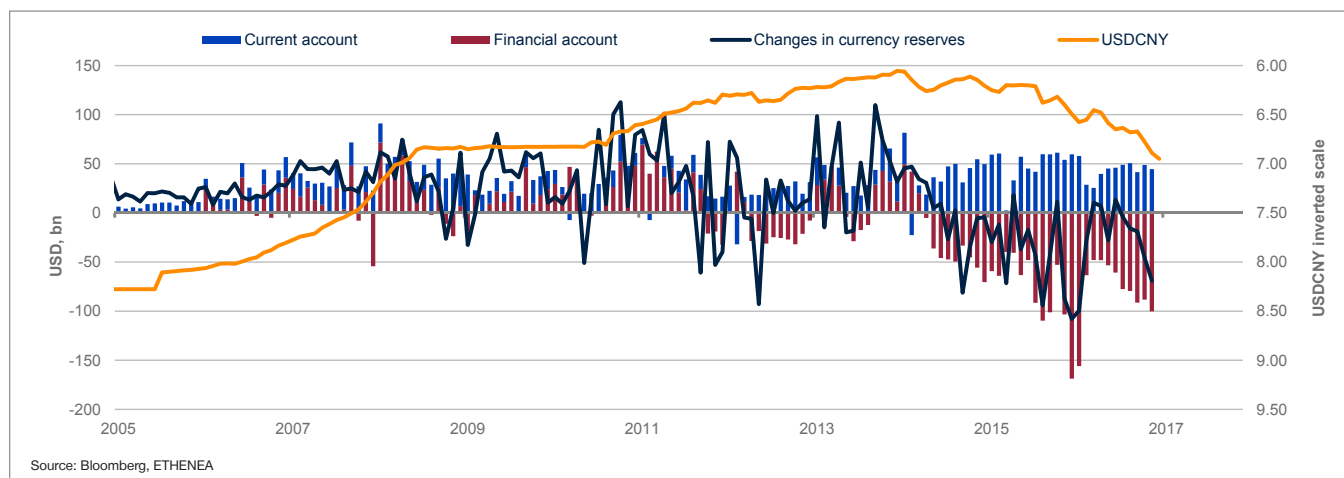
„ De rente op Amerikaanse staatsobligaties is abrupt gestegen. “

de centrale banken wereldwijd hun discours waarschijnlijk weer veranderen en zal weer gesproken worden over het deflatierisico. Een sterke dollar gaat dus niet samen met een te agressieve Fed.

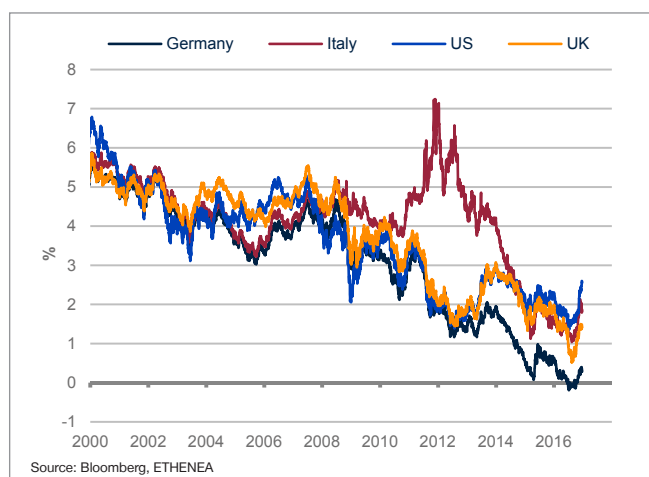
De risico's die gepaard gaan met een sterke dollar en hogere rentevoeten op staatsobligaties zijn voornamelijk internationaal van aard. Een sterke dollar zet druk op de kapitaalrekening van landen die hun valuta aan de dollar gekoppeld hebben. De kapitaalrekening is het deel van de betalingsbalans waarop internationale financiële transacties worden ingeschreven, terwijl op de lopende rekening internationale goederen- en dienstenstromen worden geregistreerd. De ontwikkeling van de Chinese betalingsbalans illustreert die druk goed. Zoals blijkt uit grafiek 11, was de lopende rekening van China jarenlang positief en stabiel, wat erop wijst dat China steeds een handelsvershot had (meer export dan import) ondanks de moeilijke macro-economische omstandigheden. De kapi-

„ Het lot van de eurozone ligt nog steeds in de handen van de ECB, die een agressief lagerentebeleid voert, voor alle looptijden en in alle landen. “

taalrekening was de laatste jaren echter negatief, wat wijst op een substantiële kapitaaluitstroom. Deze uitstroom doet de deviezenreserves dalen door een stijging van de Amerikaanse dollar (USD) en/of een daling van de Chinese yuan (CNY, zoals wordt aangegeven door de oranje lijn). Als de dollar stijgt, wordt de Chinese bevolking aangemoedigd om haar spaargeld om te wisselen in dollar, een harde valuta die als veilig wordt beschouwd. Een te sterke daling van de deviezenreserves leidt uiteindelijk tot forse valutacorrecties als de kapitaaluitstroom niet wordt ingedijkt. Dat zou rampzalige gevolgen kunnen hebben voor het internationale monetaire systeem.



Grafiek 11: De Chinese betalingsbalans*



Grafiek 12: De rentevoeten vertonen een vergelijkbare ontwikkeling

De rente op Amerikaanse staatsobligaties is abrupt gestegen door bemoedigende economische cijfers, een iets hogere inflatie en hernieuwd optimisme na de verkiezingsoverwinning van Donald Trump. Over de hele wereld volgden de rentevoeten deze trend (grafiek 12), zoals de afgelopen vijftien jaar meestal het geval was. Niet alle landen zijn echter klaar voor een hogere rente. De Amerikaanse economie heeft zich namelijk grotendeels hersteld van de grote recessie, waardoor een hogere rente begrijpelijk is, maar landen als Italië zouden het moeilijk kunnen krijgen door een hoge rente.

De totale Italiaanse schuld bedraagt maar liefst 160 % van het bbp (inclusief financiële verplichtingen), tegenover ongeveer 114 % in de Verenigde Staten, terwijl de jaarlijkse nominale groei de afgelopen vijf jaar in Italië gemiddeld 1,7 % bedroeg, tegenover 4 % in de Verenigde Staten. Deze cijfers suggereren dat de rente in Italië kan stijgen tot 1,7 % en in de Verenigde Staten tot 4 % zonder dat de houdbaarheid van de schuld in gevaar komt, tenminste als het begrotingstekort binnen de perken blijft. Wij zien de 10-jaarsrente namelijk als een indicator van de kapitaalkosten waartegen een land zijn schuld kan herfinancieren. Momenteel bedraagt de rente in Italië 1,8 %, dus iets meer dan de limiet, terwijl deze in de VS op ca. 2,5 % staat, wat nog ruim onder de limiet van de nominale groei ligt. Als de rente in de VS stijgt, zou dat dus gevolgschade kunnen veroorzaken in de perifere landen van de eurozone, waar de nominale groei zwak is, maar de schuld hoog.

De eurozone heeft niet veel politieke vooruitgang geboekt sinds de eurocrisis: er is geen begrotingsunie en er zijn ook geen structurele hervormingen doorgevoerd, en zelfs als nu nog hervormingen worden doorgevoerd, zouden die te veel tijd in beslag nemen. Het lot van de eurozone ligt nog steeds in de handen van de ECB, die een agressief lagerentebeleid voert, voor alle looptijden en in alle landen. Door de normalisering van het Amerikaanse monetaire beleid en – later dit jaar – de waarschijnlijke discussie over een Europese *tapering*, of met andere woorden de stopzetting van de kwantitatieve versoepeling, zou de levensvatbaarheid van de eurozone wel eens in vraag gesteld kunnen worden.

Conclusie

Omdat we een normalisering verwachten is ons basisscenario relatief positief, ondanks de mogelijke geleidelijke groeivertraging en lichte versnelling van de inflatie. Aan dit scenario blijven echter voornamelijk neerwaartse risico's verbonden. Wij blijven erg op onze hoede voor een verdere stijging van de Amerikaanse dollar en de negatieve gevolgen daarvan voor China, alsook voor een hogere rente en de negatieve impact daarvan op de eurozone. Op politiek vlak blijft Donald Trump, die over een paar dagen officieel de president van de Verenigde

Staten zal worden, onvoorspelbaar. Hij zou voor heel wat nervositeit op de markten kunnen zorgen. In Europa zal de drukke politieke agenda zeker een bron van volatiliteit zijn. De nautische kaart van de economie wordt elk jaar regelmatig bijgewerkt, omdat de weersomstandigheden op open zee snel kunnen veranderen. Dat zal dit jaar niet anders zijn.

Het nieuwe jaar is al begonnen, maar wij willen u toch nog een succesvol 2017 wensen en u bedanken voor uw vertrouwen.



Auteur >>

Yves Longchamp, CFA

Head of Research

ETHENEA Independent Investors (Schweiz) AG



ETHENEA
managing the Ethna Funds

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;
Staannd (van links naar rechts): Simon Oeser, Fabian Scheler, Ralf Müller, Roland Kremer, Jörg Held, Matthias Brachtel, Niels Slikker, Yves Longchamp – Head of Research bei ETHENEA Independent Investors (Schweiz) AG

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, 31.12.2016.