



MARKTCOMMENTAAR

Nr. 02 · Februari 2015
info@ethenea.be · ethenea.be

Het spel van de angstaas¹ >>

Het gedrag van de EU en de nieuwe linksradicale Griekse regering kan doen denken aan het spel van de angstaas. Wie heeft er uiteindelijk het meeste lef en wordt de winnaar? En hoe zullen de markten reageren?

Het gedrag van de EU en de nieuwe Griekse regering roept bij de auteur onaangename herinneringen op aan het spel van angstaas zoals verbeeld in de film *Rebel Without a Cause* met James Dean. De beide hoofdrolspelers scheuren in twee gestolen auto's op de rand van een afgrond af, waarbij degene die het eerst uit zijn rijdende auto springt de verliezer ofwel een lafaard is. Degene die het langst in zijn auto blijft zitten, is de winnaar. Het zou wel jammer zijn als de winnaar, net als in deze filmklassieker, op noodlottige wijze het leven zou laten. We kunnen alleen maar hopen dat bij het huidige gesteggel tussen debiteuren en crediteuren om de beste uitgangspositie voor nieuwe onderhandelingen het gezond verstand de boventoon blijft voeren. Enkele crediteuren, in de eerste plaats Duitsland en Finland, lijken nauwelijks bereid Griekenland nog meer concessies te doen. De Duitse boulevardkrant BILD schreef begin deze maand over de "afpersing" van Duitsland door de nieuwe Griekse regering en rekent voor dat zuiver rekenkundig elke Duitser de Grieken 1.000 EUR heeft geleend, waarvan men geen afstand kan of wil doen.² Deze vrij polemische stellingname geeft de stemming goed weer en doet vermoeden dat de Duitse regering in deze kwestie een harde opstelling zal kiezen, te meer daar de opkomende, deels rechts-populistische partij Alternative für Deutschland (AfD) de regering de kaas van het brood zou kunnen eten.

De markten buiten Griekenland lijken een mogelijke Grexit³ aan te kunnen, niet in de laatste plaats omdat de Europese Centrale Bank (ECB) in de loop van vorige maand het langverwachte opkoopprogramma voor Europese staatsobligaties (*Quantitative Easing*, QE), nader heeft becijferd op ten minste EUR 1.100 miljard vanaf maart 2015. De kritische onderhandelingen tussen Griekenland en de kredietverstrekkers vallen echter, als ze al plaats vinden, precies in de periode tussen de aankondiging en het daadwerkelijke *begin* van het opkoopprogramma. Perfecte omstandigheden voor een hoge marktvolatiliteit.

Inhoud >>

Pagina 1

[Het spel van de angstaas](#)

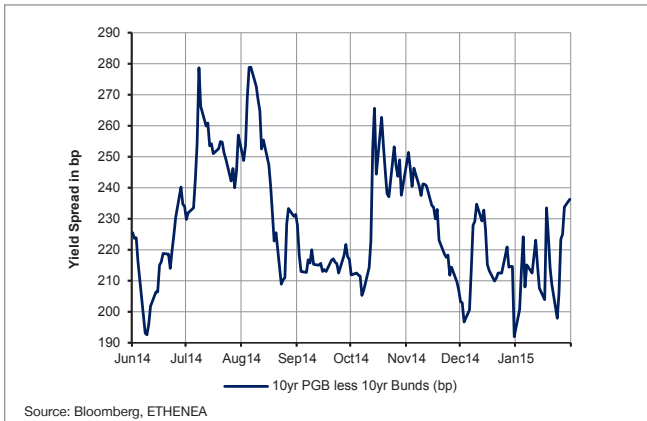
Pagina 7

[Macro-economische vooruitzichten](#)

¹ Vrije vertaling van *chicken run game* uit de film *Rebel Without a Cause* met James Dean in de hoofdrol

² Bron: <http://www.bild.de/politik/ausland/griechenland-krise/das-bedeutet-die-griechenland-wahl-fuer-europa-den-euro-und-deutschland-39491168.bild.html>

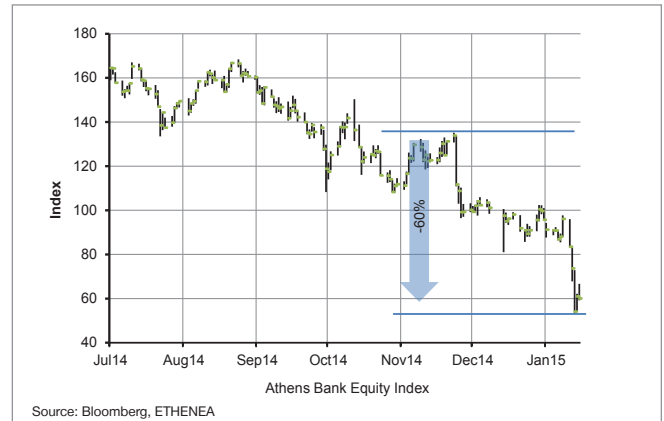
³ Grexit is volgens Wikipedia "een samentrekking (Engels van *Greek* en *exit* of van *Greek euro exit*), wat het mogelijke uitreden (Engels: *exit* 'uitgang') van Griekenland (Engels: *Greece*) uit de eurozone betekent.", http://en.wikipedia.org/wiki/Greek_withdrawal_from_the_eurozone



Grafiek 1: Renteverschil tussen 10-jarige Portugese en Duitse staatsobligaties

Grafiek 1 laat zien dat het renteverschil tussen de huidige 10-jarige staatsobligaties van Portugal en Duitsland, de zogenaamde convergentie, weliswaar een duidelijke volatiliteit vertoont, maar het besmettingsgevaar door een eventuele Grexit is niet duidelijk waarneembaar, zoals wel het geval was in het voorjaar van 2012, toen de spreads tot boven de 1.000 basispunten stegen. In de huidige omstandigheden worden voorbijgaande dalingen juist als koopkansen benut. Hopelijk komt het uiteindelijk neer op Πολύ κακό για το τίποτα⁴, ofwel “veel drukte om niets”.

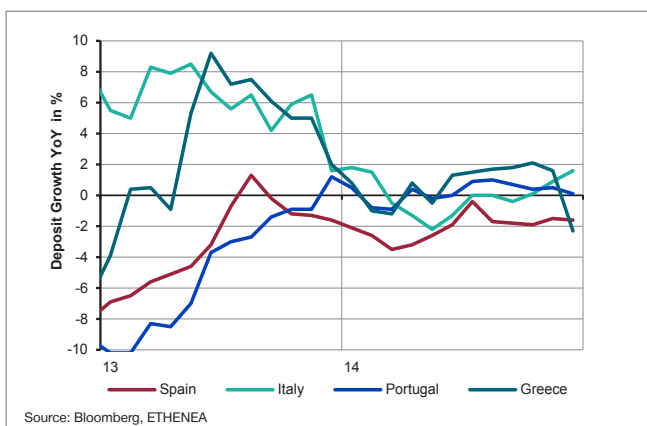
Houders van Griekse bank aandelen zijn daar op dit moment overigens niet mee geholpen. Sinds de aankondiging begin december van nieuwe verkiezingen hebben bank aandelen tot 60% van hun waarde ingeleverd (Grafiek 2). Dat houdt ongetwijfeld verband met dalende deposito's ter plaatse (Grafiek 3), waarbij de laatste ons bekende gegevens nog dateren uit de periode vóór de verkiezingsoverwinning van het extreem-linkse SYRIZA. Het lijkt zeer aannemelijk dat de kapitaaluitstroom sindsdien fors is toegenomen, te meer daar de Griekse banken aan de vooravond staan van een verlaging van hun kredietwaardigheid door het ratingbureau Standard & Poor's. Voor het toen nog onwaarschijnlijke



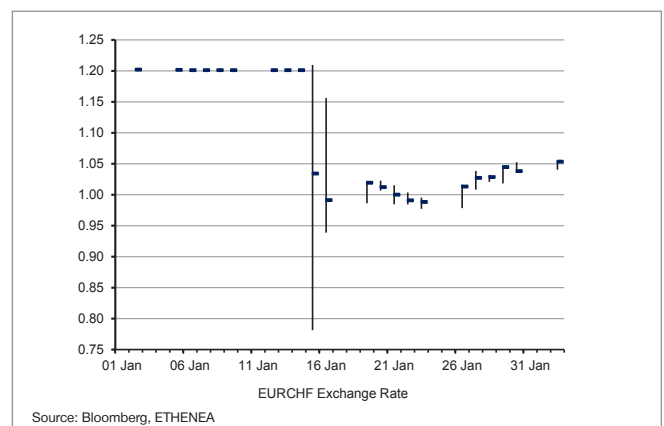
Grafiek 2: Index van de aandelenkoersen van Griekse banken

geval van een Grexit zou een golf bankfaillissementen en een complete instorting van de Griekse economie onvermijdelijk zijn geweest. Verder vermelden we met enige ironie dat er op de kapitaalmarkt het gerucht de ronde doet dat de nieuwe Griekse regering zich voor financiële steun al tot Moskou zou hebben gewend. Vergelijkbare pogingen van Cyprus vonden twee jaar geleden weliswaar weinig weerklank in Moskou, maar in het licht van de door het Oekraïne-conflict veranderde geopolitieke situatie zou deze vermeende bedeltocht van Griekenland mogelijk meer succes kunnen hebben. Dat de Grieken bijna dezelfde letters als de Russen gebruiken, zal er wel niets mee te maken hebben.

De Griekse verkiezingsuitslag alleen was al een gebeurtenis waar de markten de handen vol aan zouden hebben gehad. De stap van de Zwitserse nationale bank (SNB) om op 15 januari uit angst voor de dood zelfmoord te plegen door de uiterst verrassende en vooral zeer omstreden maatregel om de vaste wisselkoers van de frank tegenover de euro los te laten, heeft voor verdere turbulentie gezorgd (Grafiek 4).⁵ Het is niet onwaarschijnlijk dat de SNB van tevoren door de ECB op de hoogte is gesteld van haar voornemens. Deze loskoppeling lijkt in elk geval een vrij radicale maatregel waar de markten



Grafiek 3: Mutatie in de deposito's van niet-financiële instellingen bij binnenlandse banken



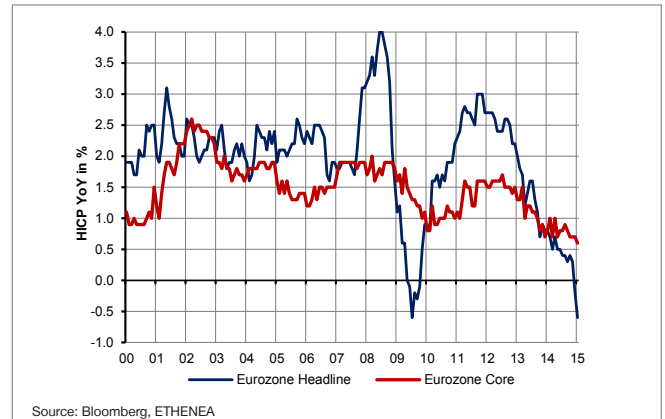
Grafiek 4: Verloop van de CHF/EUR-koers*

⁴ Grieks voor “Veel drukte om niets” of ook “Een storm in een glas water”

⁵ Voor meer achtergronden bij het besluit van de SNB verwijzen wij u graag naar de laatste uitgave (januari 2015) van onze onregelmatig verschijnende publicatie [APROPOS... getiteld And it's gone](#)



Grafiek 5: 5-jarig renteswaptarief over vijf jaar in vijf jaar



Grafiek 6: Inflatiepercentage en kerninflatie*

geen rekening mee hadden gehouden en die tot zeer hevige, ongebruikelijk grote wisselkoersschommelingen leidde.

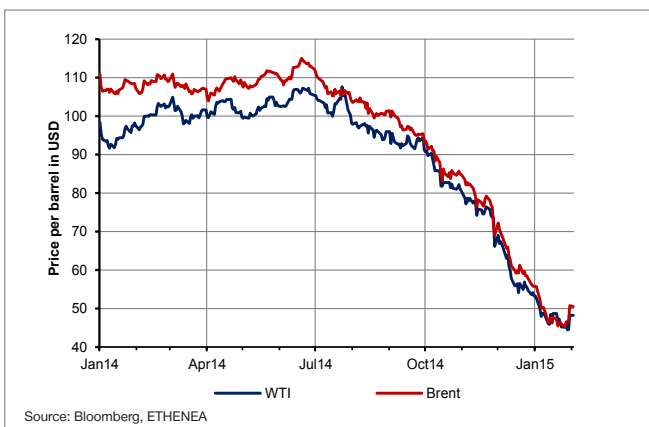
Daar vloog weer een zwarte zwaan voorbij.⁶

Laten we nu eens kijken naar het andere grote thema van het lopende jaar, het meest recente wapen van de ECB ter versoepeling van het monetaire beleid: Quantitative Easing. Op haar vergadering van januari besloot de Europese Centrale Bank concrete maatregelen te nemen om het deflatiegevaar in te dammen door op basis van de zogenaamde kapitaalsleutel tot een bedrag van EUR 60 miljard per maand vanaf maart 2015 tot ten minste september 2016 staatsobligaties van de eurolanden op te kopen. Deze EUR 1.100 miljard maakte indruk op de markt, omdat men in eerste instantie van een gering bedrag was uitgegaan. Duidelijk als altijd en met grote geloofwaardigheid, communiceerde Mario Draghi ook daarna zeer succesvol met de markten onder het motto *niet zeuren, maar aanpakken*.

De reden hiervoor werd overigens pas later duidelijk, toen de door Mario Draghi zelf op de voorgrond geplaatste termijnrente (Grafiek 5) constant en vooral duidelijk versneld

verder was gedaald. Dat verklaart de centrale bank, voor wie de fors dalende inflatieverwachting een belangrijk gegeven is. De ECB is zich er zeker van bewust dat de huidige zeer lage inflatie van -0,6% in de eerste plaats is terug te voeren op de gedaalde energieprijzen en dus naar alle waarschijnlijkheid tijdelijk van aard is. Omdat echter ook de kerninflatie zich langzaam maar zeker steeds verder van de officiële inflatiedoelstelling van 2% verwijderde, moest actie worden genomen (Grafiek 6).

De ontwikkeling van de ruwe-olieprijs (Grafiek 7), die sinds afgelopen zomer bijna zonder onderbreking of correcties niveaus heeft bereikt die in de buurt komen van de prijs tijdens de diepe wereldwijde recessie van 2008/2009, is op zichzelf al opmerkelijk en moet bij sommigen zeker tot stress hebben geleid. De begin deze maand eindelijk ingezette correctie/trendomslag/uitbodeming biedt hoop dat het misschien toch om een normale markt gaat en niet om het speelveld van politiek gemotiveerde spelers, zoals aanhangers van de complottheorie beweren. Een aanwijzing daarvoor is dat behalve de ruwe-olieprijzen, bijna de gehele grondstoffenmarkt prijsdalingen heeft moeten incasseren die haast op het crisisniveau van 2008/2009 liggen (Grafiek 8).

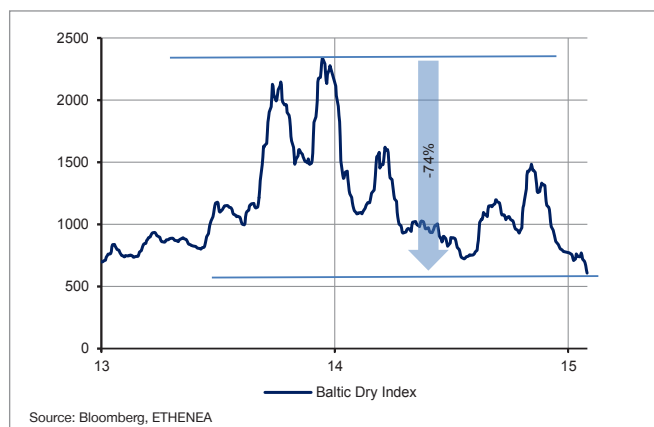


Grafiek 7: Verloop ruwe-olieprijs



Grafiek 8: Samengestelde index die verschillende grondstoffen omvat

⁶ Naar Nassim Nicholas Taleb: *De zwarte zwaan: De impact van het hoogst onwaarschijnlijke*



Grafiek 9: Vrachttarievenindex Baltic Dry



Grafiek 10: Handelsgewogen euro

Ook de vrachttarievenindex Baltic Dry, die in het verleden telkens als een goede voorspellende indicator voor de wereldeconomie fungeerde, is in de loop van de afgelopen twaalf maanden met 74% gedaald en ligt daarmee onder de laagste stand tijdens de grote recessie (Grafiek 9).

Wat is er dan mis met onze voorspellende indicatoren? Wijzen zij op een vertraging van de groei van de wereldeconomie, terwijl de aandelenmarkten het ene record na het andere breken?⁷ Deze schijnbare tegenstrijdigheid houdt mogelijk direct verband met het extreem soepele monetaire beleid van praktisch alle grotere centrale banken, die daardoor voortdurend *de motor van de economische groei voedt*. Niemand kan echter voorspellen wat er gebeurt als de middelen hiervoor uitgeput raken.

Maar vooralsnog loopt de eurozone niet het gevaar dat het vuur onder de ketel uitgaat. Het gemeenschappelijke monetaire beleid van de ECB, de Amerikaanse Fed en de Zwitserse nationale bank heeft ertoe geleid dat de handelsgewogen euro de laatste weken duidelijk in waarde is gedaald (Grafiek 10), ca. 12% in twaalf maanden. Keerzijde van de medaille is uiteraard dat de winsten van exportondernemingen in de eurozone ceteris paribus met hetzelfde percentage zijn gestegen indien zij in de respectieve vreemde valuta luiden. Daarover meer in het aandelengedeelte.

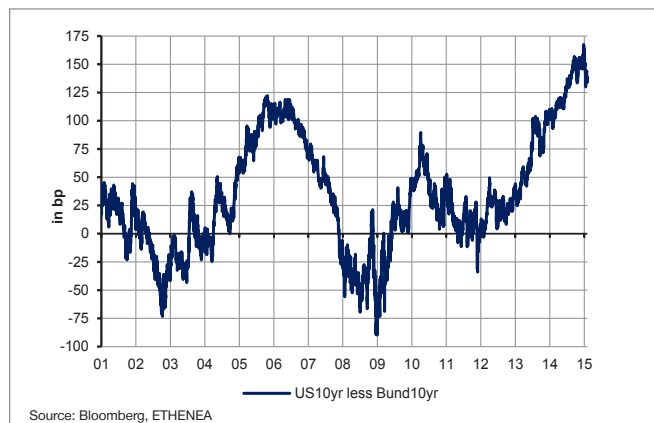
Last but not least willen we kort aandacht besteden aan de obligatiemarkten. Terwijl 10-jarige Zwitserse staatsobligaties intussen tegen een negatief rendement van -0,20% worden verhandeld, nadert het rendement op 10-jarige Duitse staatsobligaties de 0,30% – twee situaties die tot voor kort

ondenkbaar waren. Beleggers zien zich genoodzaakt en deels gedwongen om zich te verzoenen met de gedachte dat door de extreme marktbevingen de nominale rente de facto niet alleen op korte termijn, maar zelfs ook op middellange termijn onder de nullijn kan komen. Er bestaat immers geen natuurwet dat feitelijk risicovrije beleggingen als bijvoorbeeld staatsobligaties een positief rendement moeten opleveren. Het tegendeel is eerder van toepassing. Als men bedenkt, zoals eerder vermeld, hoeveel geld de centrale banken in het systeem hebben gepompt, dan is er zeker een overaanbod aan beleggingskapitaal dat op enige wijze winstgevend, of op zijn minst met behoud van de waarde, moet worden belegd. Via een simpel vraag- en aanboddiagram wordt snel duidelijk dat het reële rendement niet alleen terecht op het huidige niveau ligt, maar dat het bovendien alleen maar verder zal dalen. De ECB is immers nog helemaal niet begonnen met haar QE.

Indien men dan ook nog de ontwikkeling van de inflatie in ogenschouw neemt en mogelijk over een langere periode een negatieve inflatie verwacht, wordt snel duidelijk dat het rendement op 10-jarige Duitse staatsobligaties op zijn minst nominaal negatief zal worden.

In het huidige klimaat, met verder teruglopende rendementen in Europa en een sterke USD, zal de Amerikaanse Fed maar moeilijk renteverhogingen van betekenis door kunnen voeren zonder de binnenlandse economie al te negatief te beïnvloeden. Dit zal vervolgens verdere neerwaartse druk uitoefenen op het rendement op 10-jarig Amerikaanse schatkistpapier, te meer daar het valutarisico dankzij de zeer vergelijkbare korte geldmarktrentes tegen zeer geringe kosten kan worden afgedekt. Daarom denken wij dat het rendementsverschil

⁷ Raadpleeg daartoe onze gedetailleerde bijdrage over aandelenwaarderingen vanaf pagina 5



Grafiek 11: Rendementsverschil tussen 10-jarige Duitse en Amerikaanse staatsobligaties

tussen Duitse en Amerikaanse staatsobligaties verder zal afnemen, in de richting van 75 basispunten (Grafiek 11).

Er is alle aanleiding om terzijde te vermelden dat de huidige marktsituatie historische trekken vertoont: Voor het eerst in de moderne geschiedenis is het nominale rendement op 10-jarige Duitse staatsobligaties lager dan dat op 10-jarige Japanse JGB's (Japanese Government Bonds, Grafiek 12). Wij vermoeden dat wij de komende maanden nog meer van dergelijke gebeurtenissen kunnen melden.

Blijft de hoop dat de Griekse regering weet wat haar te doen



Grafiek 12: Rendementsverschil tussen 10-jarige Duitse en Japanse staatsobligaties

staat. Ze heeft nog maar een paar weken om een spagaat onder de knie te krijgen om zowel de eigen kiezers als de kredietverschaffers tevreden te stellen. Het is zeer te hopen dat dit niet zoals bij de aan het begin vermelde *chicken run game* leidt tot zogenaamde *unintended consequences* (onbedoelde gevolgen), als een van de spelers door onhandigheid een misstap begaat en de Griekse komedie in een tragedie omslaat.

Een welgemeend advies aan de Griekse regering: Κάλλιο πέντε και στο χέρι, παρά δέκα και καρτέρει.⁸

Een goede pokerspeler weet wanneer hij moet stoppen.

Over winnaars en verliezers

De Super Bowl is gewonnen door de New England Patriots, de winter heeft het oosten van de VS stevig in zijn greep en de kandidaten voor de presidentsverkiezingen van 2016 bereiden zich voor – dat is het actuele nieuws uit de VS. Maar hoe gaat het verder met de aandelenmarkt van de grootste economie van de wereld? Heeft de markt na een stijging van 91 % in de laatste vijf jaar⁹ verder opwaarts potentieel of moet men, ondanks de huidige problemen met Griekenland de Europese markten weer eens nauwkeuriger onder de loep nemen?

Om die vragen te beantwoorden, bespreken we eerst de margeontwikkeling van de ondernemingen die zijn opgenomen in de S&P 500- en de STOXX 600-index, die exemplarisch zijn voor beide regio's. In de huidige economische cyclus hadden de marges van Amerikaanse ondernemingen in 2014 met 9,6 % hun piek uit 2006 alweer bereikt en zijn sindsdien op een hoog niveau gebleven. Omzetgroei dankzij de sterk

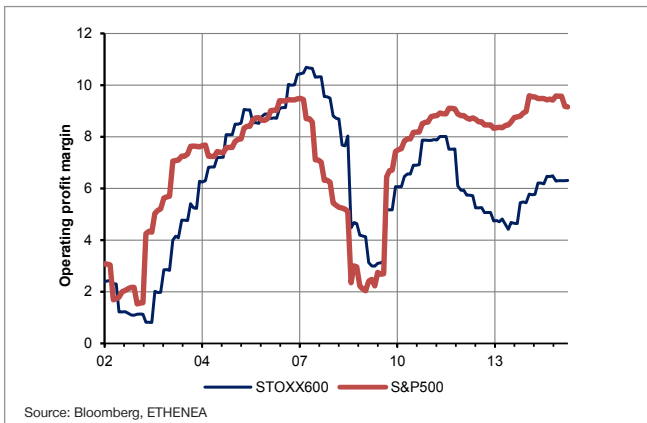
aantrekkelijke binnenlandse markt, agressieve expansie in de rest van de wereld, ondersteund door een sinds medio 2014 relatief zwakke dollar, maar ook productiviteitswinst door kostenbesparingen, het verplaatsen van kapitaalintensieve bedrijfsactiviteiten naar het buitenland en niet in de laatste plaats de lage rente, hebben de winstgevendheid na de abrupte uitbraak van de financiële crisis aangejaagd.

De margeontwikkeling in Europa daarentegen wijkt sinds het uitbreken van de eurocrisis van 2010/2011 duidelijk af van de ontwikkeling aan overkant van de Atlantische Oceaan. De verliezen van de banken en de problemen door de zwakke binnenlandse vraag werden nog versterkt door enerzijds structurele aanpassingsnadelen (zoals starre arbeidswetgeving) en anderzijds te overgewaardeerde valuta.¹⁰ Hierdoor liggen de marges van Europese ondernemingen momenteel op gemiddeld slechts 6,3 %, ofwel circa 40 % onder het niveau van

⁸ "Beter vijf in de hand, dan tien en daarop moeten wachten", synoniem met het spreekwoord *Liever één vogel in de hand, dan tien in de lucht*

⁹ Bron: S&P 500

¹⁰ De eurozone is in tegenstelling tot de VS netto-exporteur.



Grafiek 13: Ontwikkeling winstmarge STOXX 600 en S&P 500

2007. Mocht de situatie in de eurozone na een lange, moeilijke periode nu echter verbeteren – en alleen al gelet op de koers van de euro en de binnenlandse vraag is een trendomslag na het jongste besluit van de centrale bank en enkele nieuwe macro-economische cijfers duidelijk zichtbaar – dan bestaat er een dienovereenkomstig groot inhaalpotentieel (Grafiek 13).

De ongelijke ontwikkeling van de winstgevendheid, die verband houdt met betere groeivoorzichten, heeft onder beleggers om begrijpelijke redenen voor een zekere euforie over Amerikaanse papieren geleid, terwijl de Europese markten de afgelopen jaren weinig nieuw kapitaal konden aantrekken. Bijgevolg is het niet verrassend dat de Amerikaanse markt de afgelopen jaren een duidelijke waarderingspremie heeft opgebouwd. Zo worden aandelen in Europa momenteel verhandeld tegen 1,9x de boekwaarde, terwijl in de VS 2,7x de boekwaarde wordt betaald. Door de sterke ontwikkeling van de Europese markten door het QE-programma van de ECB gedurende de afgelopen weken is dit verschil weliswaar niet meer zo extreem als eind 2014, maar op de lange termijn is het verschil nog altijd aantrekkelijk; de hogere waardering in de VS laat zich niet alleen verklaren uit de hogere winstgevendheid van Amerikaanse ondernemingen, maar berust ook gedeeltelijk op een in Europa ongeveer twee procentpunten hogere impliciete aandelenrisicopremie – als uitdrukking van de risicoaversie en scepsis van de beleggers (Grafiek 14).

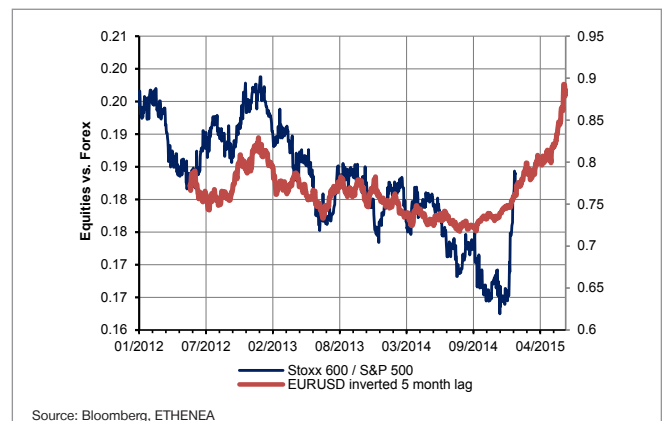
Het leidt geen twijfel dat de Europese *goedkoop-geldpolitiek* geen structurele problemen zal oplossen. Wij zijn echter van mening dat dit beleid een groot aantal bedrijven kan helpen en dat hierdoor na verloop van tijd wellicht ook de verstarde arbeidsmarkt en de vastgelopen binnenlandse conjunctuur weer in beweging komen. De thans bereikte afwaardering van de euro kan daartoe mogelijk de beslissende impuls geven. Op grafiek 15 is duidelijk te zien hoe het relatieve rendement op de Europese en de Amerikaanse markt met een zekere vertraging (in dit geval vijf maanden) de wisselkoersontwikkeling volgt.



Grafiek 14: Vergelijking van Amerikaanse en Europese waarderingen*

Deze ontwikkeling is niet verwonderlijk en is uit een eenvoudige rekensom af te leiden: Europese bedrijven behalen in veel gevallen meer dan 30% van hun omzet in het dollargebied, terwijl Amerikaanse bedrijven meer dan een derde van hun winst in het buitenland genereren. Bij een dalende euro wordt buiten de eurozone behaalde winst automatisch *meer waard* en neemt het concurrentievermogen toe. Tegelijkertijd verliezen Amerikaanse bedrijven.

Dat is weliswaar geen wondermiddel, maar wel een pijnstillertje voor de sukkelende Europese economie. Als het de ECB lukt om de euro duurzaam op het huidige niveau te houden, dan kunnen de marges van Europese ondernemingen weer gaan stijgen. In combinatie met een mogelijk aantrekkende binnenlandse conjunctuur zou ook de risicoperceptie van beleggers ten gunste van Europa kunnen verschuiven. Een hoger waarderingsniveau op grond van hogere marges zou het gevolg zijn. Dan bestaat er een goede kans dat de ontwikkeling van de eerste weken van het nieuwe jaar doorzet en de Europese aandelenmarkt zich duurzaam beter ontwikkelt dan de Amerikaanse. Er zou er in elk geval genoeg inhaalpotentieel zijn.



Grafiek 15: Aandelenindexen en EURUSD*

Economische vooruitzichten >>

Tot de belangrijkste gebeurtenissen op het wereldtoneel in januari behoorden terroristische aanslagen in Parijs, het loslaten van de minimale wisselkoersverhouding door de Zwitserse Nationale Bank, een historisch besluit tot monetaire verruiming in Europa en de verkiezingsoverwinning van de linkse partij SYRIZA in Griekenland. Wat deze gebeurtenissen voor ons economische scenario betekenen verklaren we hierna.

De grootste verandering in onze beoordeling van de economische situatie betreft de vooruitzichten voor Zwitserland. De abrupte loslating van de minimale wisselkoersverhouding op 15 januari kwam voor ons als een grote verrassing. De kleine, open economie van Zwitserland is bijzonder gevoelig voor wisselkoersschokken. Bovendien ligt deflatie op de loer aangezien de inflatie negatief is en de inflatieverwachtingen afzakken. Ondanks de invoering van een negatieve rente (-0,75%) is de overgewaardeerde Zwitserse frank in velerlei opzicht onaantrekkelijk en zou dus moeten verzwakken. Eén gegeven is momenteel echter allesbepalend voor de EUR/CHF-wisselkoers: Europa.

In heel Europa zijn vrijwel alle voorlopende indicatoren aan de beterende hand, ondanks de toenemend deflatoire trend. De verbetering verloopt weliswaar traag, maar er zijn de eerste groene knopjes van herstel reeds waarneembaar. Het consumentenvertrouwen stijgt weer dankzij een bescheiden groei van de werkgelegenheid. Beleggingen die zwaar verlies geleden hadden, krabbelen weer op en de kredietstromen naar niet-financiële bedrijven zwellen aan. Dankzij de QE van de Europese Centrale Bank is er de komende 18 maanden een overvloed aan goedkope liquiditeit gewaarborgd. Bijgevolg lijkt het einde van de tunnel voor de economie van de eurozone in zicht. Als we echter de afzonderlijke lidstaten nader bekijken, springen de verschillen in het oog. Spanje en Duitsland doen het goed, maar Italië en Frankrijk ontberen de stuwende kracht die van structurele hervormingen zou kunnen uitgaan.

In onze ogen zou de combinatie van een ruime liquiditeit, lage rentes, deflatoire druk en iets betere groeivoorzichten

ten moeten leiden tot dalende rentes, en dus tot verdere convergentie van de rendementen in de regio en stijgende aandelenkoersen. Er is echter een duidelijk risico voor dit scenario: Griekenland.

Het grote vraagteken voor de beleggers op dit moment is de toekomst van Griekenland in de eurozone. De recente overwinning van anti-bezuinigingspartij SYRIZA maakt de kwestie van een mogelijke Grexit weer actueel. Daarmee staat Europa als politieke constructie weer volop ter discussie, en dat is goed nieuws. De grootste zwakte van Europa is immers het ontbreken van de voor cohesie broodnodige hechte band tussen de lidstaten: in plaats van een sterk supranationaal orgaan dat zich om heel Europa bekommert, zijn er 19 afzonderlijke regeringen die zorg dragen voor hun eigen electoraat.

We zullen de ontwikkelingen rond Grexit deze maand op de voet volgen want op 28 februari loopt het door de trojka verleende overbruggingskrediet af. Of Griekenland en de trojka wel of niet tot een akkoord kunnen komen, zal bepalend zijn voor de waarde van de euro ten opzichte van zowel de Zwitserse frank als de Amerikaanse dollar. Een akkoord zou Europa versterken en waarschijnlijk voeding geven aan de groene knopjes van herstel.

In de VS is de situatie volkomen anders dan in Europa. De groei is er robuust, de banengroei is sterk en er dreigt geen deflatie. Wij achten het zeer waarschijnlijk dat de Fed in de tweede helft van het jaar tot een eerste renteverhoging zal besluiten als de economische verbetering doorzet. We zien echter dat sommige indicatoren wijzen op een vertraging van de activiteit, mede als gevolg van de sterke Amerikaanse dollar.

Een eerste renteverhoging zou positief zijn voor de Amerikaanse dollar, maar het effect op de langetermijnrentes is niet duidelijk. Daarom verwachten wij niet dat de lange rente in de VS sterk zal stijgen als dit scenario vaste vorm aanneemt.

Auteurs >>

Guido Barthels

Portfolio Manager, CIO

ETHENEA Independent
Investors S.A.

Yves Longchamp, CFA

Head of Research

ETHENEA Independent
Investors (Schweiz) AG

¹⁰ Lezers die meer willen weten over dit onderwerp, verwijzen wij opnieuw naar onze laatste [APROPOS... van januari 2015, getiteld And it's gone](#)



Uitgever >>

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

Peter Steffen, Daniel Stefanetti,
Guido Barthels en Arnaldo 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.
9a, 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, 31.01.2015.