



MARKTCOMMENTAAR



Nog één joker in het spel van de centrale banken

In het eerste kwartaal hebben de verrassend sterke, maar ook zwakke marktreacties op monetaire beleidsmaatregelen de toon gezet. Alleen de inflatie lijkt nog niet op het monetair beleid van de centrale banken te reageren. Wat zou het echter voor de markten, in het bijzonder de aandelenmarkten, betekenen als deze joker in het spel komt?

Inhoud >>

>> [Voorwoord](#)

>> [Nog één joker in het spel van de centrale banken](#)

>> [Macro-economische vooruitzichten](#)





Voorwoord >>

door Guido Barthels, Portfolio Manager
ETHENEA Independent Investors S.A.

De kapitaalmarkt stelt ons momenteel, zoals altijd eigenlijk, voor grote uitdagingen. Nu is dit echter vermeldenswaardig omdat er sinds de nazomer van 2015, door de gebeurtenissen van de afgelopen maanden, een zekere onverschilligheid is opgetreden. Net zoals bij andere dagdagelijkse gebeurtenissen, leidt een overprikkeling van de zintuigen ook op de kapitaalmarkt tot een verhoging van de waarnemingsdrempel. De auteur heeft dit onlangs zelf ondervonden, aangezien maart 2016 in zijn subjectieve geheugen staat geprint als veeleer rustig, sloom en haast vervelend.

In realiteit vertellen de recente data echter een heel ander verhaal. De voor ons uiterst belangrijke Amerikaanse 10-jaars rente steeg van ongeveer 1,70% naar bijna 2,00%, om dan weer even onder 1,70% te duiken. Momenteel ligt deze rente ergens in het midden, rond 1,75%. Ook het rendement van de 10-jarige bunds vertoont gelijkaardige bokkensprongen. Van amper 0,10% verdrievoudigde dit tot 0,30%, waarna het vervolgens tijdelijk tot onder de 0,10% daalde. Ook hier ligt het rendement momenteel ergens in het midden, rond 0,16%. De beweging van de EURUSD-koers sprong echter het meest in het oog. Van 1,08 steeg de euro meer dan 5% in waarde tegenover de dollar naar ongeveer 1,14 en noteert hij momenteel iets boven 1,12.

Vroeger zou dit soort bewegingen maanden of zelfs jaren in beslag genomen hebben. Nu is het een kwestie van dagen en weken, of vinden zulke bewegingen binnen één dag plaats. Het is de taak van een fondsbeheerder om, ondanks deze extreme bewegingen, het overzicht niet te verliezen en zijn opdracht voor ogen te houden. Kapitaalbehoud is voor ons een hoofddoelstelling samen met het behalen van een adequaat rendement bij een lage volatiliteit.

Door de reeds genoemde overprikkeling van de zintuigen kost het enige moeite om de focus te behouden. Vroeger, zeg maar in de vorige eeuw, waanden obligatiebeheerders zich als het ware in de zevende hemel. Toen de auteur zijn carrière aanvatte, verschenen in mei 1997 de Duitse bunds op 10 jaar op de markt tegen een rente van 5,5%. De duratie van een dergelijke obligatie bedroeg slechts 6,5 jaar of, om het anschouwelijk uit te drukken: bij een verandering van 1 basispunt in het rendement van de obligatie veranderde de prijs van de obligatie analoog ongeveer 6 basispunten. De huidige 10-jarige bund heeft een coupon van nog maar net 0,5% en loopt tot februari 2026. De duratie bedraagt 9,6 jaar, wat inhoudt dat de prijs bij een verandering in het rendement van 1 basispunt nu met bijna 10 basispunten wijzigt. Dit is dus nagenoeg 50% meer dan vroeger. Dat maakt obligaties veel volatieler dan voorheen. Daarmee is het verhaal echter nog niet af: begrippen zoals *carry* kent de jonge obligatiebeheerder enkel uit de geschiedenisboeken. Daarmee blijven er voor obligatiebeleggers eigenlijk alleen nog op aandelen gelijkende opbrengstcomponenten over, namelijk het herkennen en benutten van de marktrichting.

Voor ons betekent dit concreet dat we verder de hierboven beschreven bandbreedte van Amerikaanse rentevoeten trachten te gebruiken om de opbrengsten te verhogen. Zo zullen we dus de duratie in de portefeuille verlengen wanneer we de bovengrens naderen en deze juist verkorten indien we dichterbij de onderste limiet komen. Zolang de markt binnen deze band blijft, kunnen we met deze methode opbrengst genereren. Bij deze strategie duiken er alleen problemen op wanneer men de grenzen van het bereik nadert en deze ook effectief overschreden worden. In dit geval speelt discipline en ervaring een doorslaggevende rol om het potentiële verlies aan de bovenkant en de gedeelde winstkansen aan de onderkant te beperken. De kunst bestaat er dan in een vals signaal te onderscheiden van een echte paradigmuverschuiving.

Diezelfde methode is overigens bruikbaar voor alle trendloze markten en wordt daarom ook deels toegepast in onze aandelenstrategie. Onze alfastrategie, die erin bestaat individuele aandelen in te dekken tegen algemene marktbevingen, wordt in overeenstemming met ons obligatiebeheer, aangevuld met bèta-trading. In mensentaal betekent dit: aan de onderkant van de waargenomen bandbreedte verhogen we de markt bèta door indexfutures terug te kopen en in overeenstemming daarmee verlagen we de positie aan de bovenkant.

Eigenlijk is het zeer eenvoudig, en zoals de auteurs eerste leidinggevende steeds de weg naar succes op de kapitaalmarkt beschreef: *Wil de chef je 's avonds loven, koop dan laag en ga naar boven!*

Kansen om op de markt opbrengst te genereren bestaan zolang de markten in beweging zijn. Pas als de bewegingen wegebben, wordt het moeilijk. En dan nog dit, als kanttkening voor iedereen die de auteur regelmatig als volgt aanspreekt: *mijnheer Barthels, nu valt er met obligaties echt geen cent meer te verdienen. Wat doet u nu dan?* Het antwoord is terug te vinden in de bovenstaande tekst.

Net zoals de auteur zijn studies deels als kelner en met poker heeft bekostigd – en daarmee een volstrekt eerlijk beroep heeft geleerd – hebben ook de centrale bankiers overal ter wereld ooit een goede prestatie neergezet. Men kan weliswaar discussiëren over de mate waarin monetaire beleidsmaatregelen al dan niet voldoende effectief waren of, sterker, in hoeverre de markten er gevoelig voor zijn geweest. De richting van de hieruitvoortvloeiende gevolgen vallen daarentegen niet te betwisten: hogere rente betekent lagere inflatie en omgekeerd. Sinds ZIRP (*Zero Interest Rate Policy*, nulrentebeleid) en NIRP (*Negative Interest Rate Policy*, negatieve rentebeleid) werden ingevoerd, is dit echter blijkbaar allemaal in rook opgegaan.

In het onderstaande buigt ons macro-economisch onderzoeksteam zich over de vraag wat er gebeurt als de inflatie opduikt. Veel leesplezier.



Nog één joker in het spel van de centrale banken

In het eerste kwartaal hebben de verrassend sterke, maar ook zwakke marktreacties op monetaire beleidsmaatregelen de toon gezet. Alleen de inflatie lijkt nog niet op het monetair beleid van de centrale banken te reageren. Wat zou het echter voor de markten, in het bijzonder de aandelenmarkten, betekenen als deze joker in het spel komt?

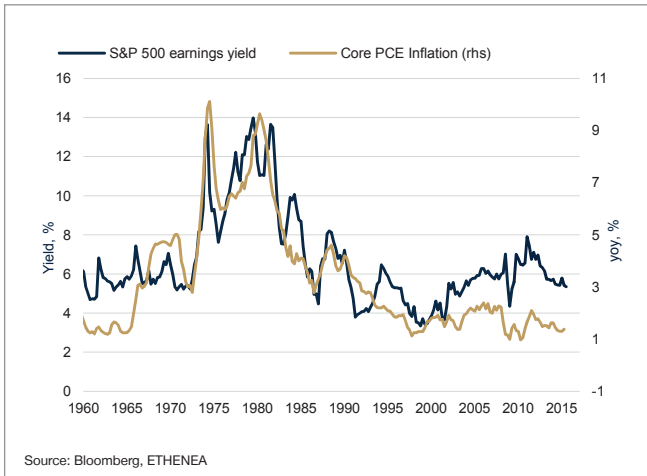
De start van het jaar was op zijn zachtst gezegd niet best voor de financiële markten. Maar nu het einde van het eerste kwartaal bereikt is, is de situatie in veel opzichten verbeterd vergeleken met de dieptepunten van januari. Dat is vermoedelijk deels te danken aan het monetair beleid van de centrale banken. In reactie op de turbulentie gingen deze over tot een aantal reeds verwachte maatregelen om de markten gerust te stellen en de economie te ondersteunen. Zo kozen zij voor een uitbreiding van het effectenopkoopprogramma, verdere renteverlagingen en, in het geval van de Fed, uitstel van renteverhogingen. Terwijl de centrale banken de troeven uitspelen die ze nog achter de hand menen te hebben, kijken de markt en de economie wat zij in handen hebben en wat hun volgende zet zou kunnen zijn. Zo stelden we vast dat de markt inderdaad tot rust kwam na de verdere versoepeling van de wereldwijde monetaire voorwaarden, hoewel de drastische ommekeer spijtig genoeg uitbleef. Hoe meer kaarten er in een spel zijn gespeeld, des te makkelijker het wordt om te berekenen wat de spelers nog in handen hebben en om de eigen strategie hierop af te stemmen. Dit blijkt ook nu het geval te zijn op de monetaire markten. Terwijl de centrale banken hun rentetarieven sinds de wereldwijde financiële crisis meer dan 600 keer hebben verlaagd en voor meer dan USD 12 biljoen aan effecten hebben opgekocht, reageren de markt en de economie terughoudender dan in de eerste ronden. Met ruim USD 8 biljoen aan staatsobligaties waarop de rente momenteel onder 0 % ligt, lijken de centrale banken zich nog altijd in een dominante positie te bevinden. Maar zoals besproken wordt in de macro-economische vooruit-

zichten van deze Marktcommentaar, is het monetair beleid nog complexer geworden. Het aantal kaarten is ondertussen afgenomen en spelers die als onbelangrijk werden beschouwd toen het spel begon, beschikken nu over een krachtige hand, wat dus ook de strategieën van de rest beïnvloedt.

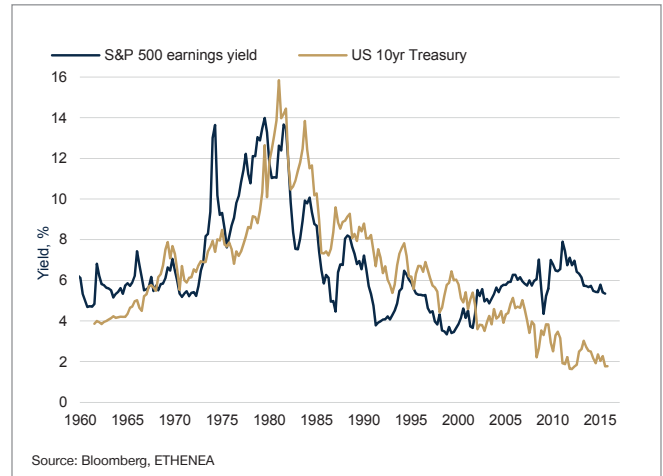
Terwijl de centrale banken hebben laten zien dat ze in staat zijn nieuwe kaarten bij te drukken om het aantal spelronden te verhogen, hebben ze deze kaarten ook goed gespeeld en blijkt gegeven van uithoudingsvermogen en geduld. Toch blijven we, ondanks de ongeziene stimuleringsmaatregelen, nog ver verwijderd van een snel groeiende wereldeconomie. In dit spel van liquiditeit en stimulansen is er echter nog minstens één joker die nog niet op tafel is gelegd: inflatie. Zoals herhaaldelijk is gezegd, zijn de centrale bankiers verrast door het feit dat de kerninflatie niet is gestegen. Dit gebrek aan anticipatievermogen kan echter twee kanten opgaan, en zoals Fed-president Janet Yellen in haar recente toespraak voor de Economic Club of New York benadrukte: *“economisten kennen lang niet alle bijzonderheden van de inflatie ... het zou dus niet eens zo verwonderlijk zijn als de inflatie sneller dan verwacht zou stijgen”*¹. Dus terwijl iedereen wacht op het moment dat deze joker eindelijk op tafel komt, gebruiken wij deze Marktcommentaar om onze kaarten te schikken en te bedenken wat dit voor beleggers zou betekenen.

De gevolgen van stijgende inflatie voor de rentecurve en obligaties zijn vanzelfsprekend, maar voor aandelen is dit niet zo.

¹ Vrije vertaling uit het Engels: “Economists’ understanding of inflation is far from perfect ... it would not be all that surprising if inflation was to rise more quickly than expected”, Bron: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/yellen20160329a.htm>



Grafiek 1: Winstrendement van de S&P 500 vs. inflatie

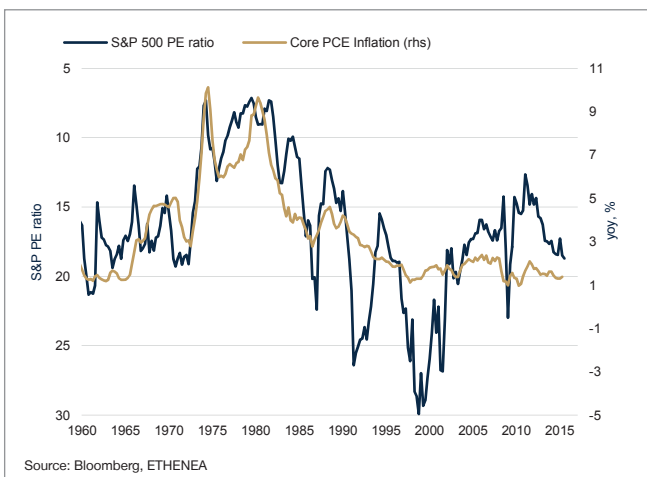


Grafiek 2: Het Fed Model

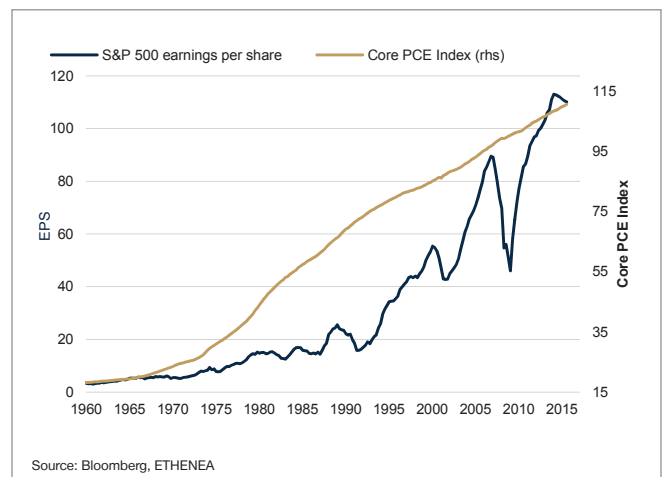
Zoals grafiek 1 laat zien, is de PCE-kerninflatie in de VS sterk gecorreleerd met het winstrendement van de S&P 500-bedrijven. Als we dit beschouwen als een vereiste rendement op de prijs van de investering, is de positieve correlatie tussen beide parameters voor de hand liggend, aangezien het vereiste nominale marktrendement toeneemt bij hogere inflatie. Dit idee van een positieve correlatie tussen vereiste rendementen ligt tevens aan de grondslag van het zogenaamde Fed Model.² Dit model, dat werd ontwikkeld door Ed Yardeni in de jaren 90, gaat ervan uit dat het winstrendement van S&P 500-bedrijven moet aansluiten bij het rendement van 10-jarig Amerikaans staatspapier (Grafiek 2). Dit ligt in het verlengde van het idee dat het aandelenrendement niet alleen de huidige inflatie maar ook de verwachte langetermijninflatie moet compenseren. En waar deze visie een fundamentele verklaring biedt voor de waargenomen correlatie, geeft ze niet veel houvast als het gaat om de vraag hoe de aandelenportefeuille moet worden aangepast mocht de inflatie daadwerkelijk herstellen.

uitoefenen: de koers. De winst, in de zin van het rendement op een aandelenkoers, wordt beschouwd als een resultaat dat door bedrijven wordt gerapporteerd en door beleggers alleen maar kan worden waargenomen. De koers daarentegen komt voort uit de waardering van beleggers die vaak worden gezien als een veelvoud van de verwachte winsten. Daarom kijken we liever naar het tegenovergestelde van het winstrendement, namelijk de koers/winstverhouding (K/W), en hoe deze zich verhoudt tot inflatie. Door de omgekeerde waarde te nemen, wordt de correlatie negatief, zoals te zien is in grafiek 3, waarbij hogere inflatie gekoppeld is aan een lagere koers/winstverhouding. Deze relatie berust op de manier waarop inflatie een invloed uitoefent op waarderingsmodellen die gebaseerd zijn op winstverwachtingen. Inflatie is in dit model een disconteringsfactor die wordt toegepast op toekomstige winsten. Een toename van de disconteringsfactor verlaagt de afgeleide waarde van een aandeel voor een bepaald winstniveau en daarmee ook de K/W. Daarnaast maakt inflatie het voor analisten moeilijker om de waargenomen of voorspelde winstgroei te waarderen. Bij een lage inflatie is het duidelijk dat de waargenomen groei ook reële groei

We draaien de vergelijking dus om en richten ons op het gedeelte waarop wij als beleggers daadwerkelijk invloed

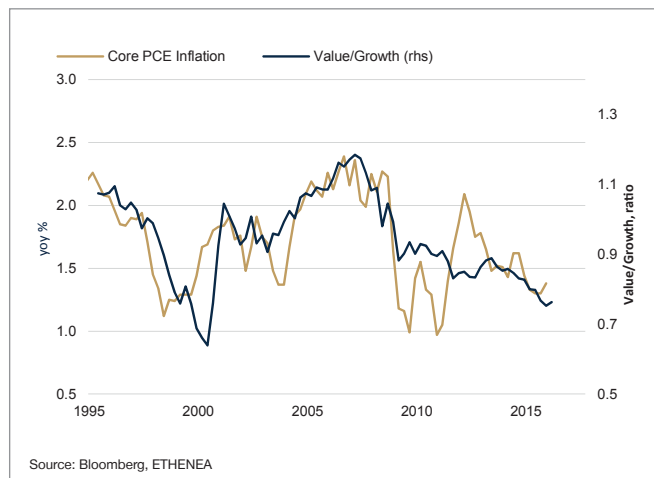


Grafiek 3: Koers/winstverhoudingen en inflatie



Grafiek 4: Inflatie en winstgroei

² Het model is zo genoemd door Prudential Securities-analist Ed Yardeni en is niet erkend door de Fed.



Grafiek 5: Outperformance van waarde aandelen bij hogere inflatie*

is en niet samenhangt met inflatie. Deze groei wordt hoger gewaardeerd dan de groei die wordt waargenomen in een omgeving gekenmerkt door een hoge inflatie. Hier valt tegen in te brengen dat stijgende inflatie niet alleen de op winst toegepaste disconteringsfactor vergroot, maar ook winsten en hun groeipercentage zelf opdrijft. Hierdoor is het onduidelijk waaraan het uiteindelijke effect op waardering en K/W moet worden toegeschreven. Maar zoals grafiek 4 laat zien, bleef de winstontwikkeling vaak achter ten opzichte van de koersstijgingen.

Dus wanneer we aannemen dat inflatie een nadelige invloed heeft op de waardering van aandelen door de manier waarop de toekomstige winstgroei wordt gewaardeerd, zou het, vooruitlopend op deze inflatie, het veiligst zijn te beleggen in een bedrijf met geen of zelfs een negatieve verwachte winstgroei. Of algemener gesteld: de analyse hierboven impliceert dat de waardering van groeiaandelen meer te lijden heeft onder een stijgende inflatie dan die van waarde aandelen. Bijgevolg zouden waarde aandelen het beter doen dan groeiaandelen in een omgeving met hogere inflatie. Grafiek 5 geeft deze relatie weer en voert enkele historische feiten aan om deze hypothese te onderbouwen. De grafiek laat echter ook zien dat de relatieve performance vooral gelijk loopt met een trend in de inflatie en niet zozeer de kortetermijschommelingen volgt.

Tenslotte moeten we beleggers die nu wellicht geneigd zijn hun portefeuille te herschikken naar waarde aandelen, ook waarschuwen: inflatie speelt nog altijd de rol van joker in de huidige cyclus. En zoals grafiek 5 laat zien wachten de markten, de economie en de centrale banken op de terugkeer van echte inflatie. Veel van de verschuivingen die we momenteel zien, zijn wiskundige gevolgen van een jaar-op-jaar vergelijking en vormen dus geen signalen dat er een nieuwe reflatiecyclus begonnen is. Dus blijft de nodige onzekerheid over de vraag wanneer en of inflatie weer zal opveren. Maar zodra dit het geval is, is het misschien goed deze Marktcommentaar nog eens door te nemen.

Auteurs >>

Guido Barthels

Portfolio Manager
ETHENEA Independent
Investors S.A.

Yves Longchamp, CFA

Head of Research
ETHENEA Independent
Investors (Schweiz) AG

Macro-economische vooruitzichten >>

Verhogen of niet verhogen?

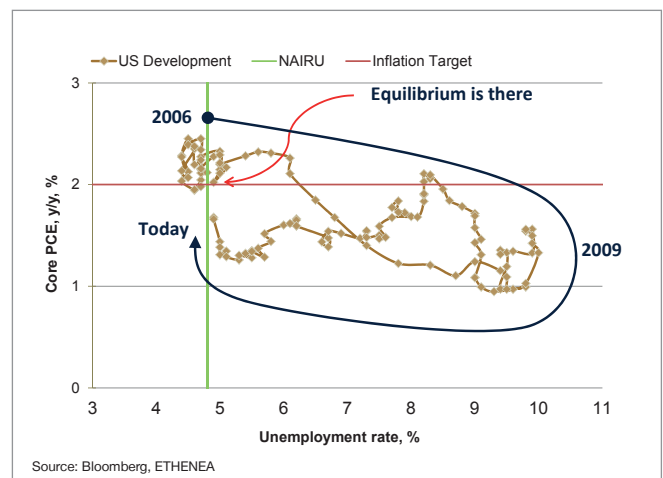
Alleszins niet in maart. Het kwam niet als een verrassing dat de Fed de rentetarieven tijdens haar laatste bijeenkomst niet verhoogde. Dit is namelijk in lijn met haar *forward guidance* waarbij ze aangaf dat renteverhogingen geleidelijk zullen plaatsvinden. Toch verraste Janet Yellen de marktdeelnemers eind maart door de buitengewoon *dovish* toon van haar toespraak voor de Economic Club of New York.

Het is belangrijk te begrijpen dat de Fed een tweeledige opdracht heeft, namelijk het tot stand brengen van volledige werkgelegenheid en het behouden van prijsstabiliteit. De volledige werkgelegenheid wordt doorgaans vertaald naar een werkloosheidscijfer van circa 5 %, waar prijsstabiliteit wordt gedefinieerd als een inflatie van 2 %. Beiden worden weergegeven in grafiek 6. Hieruit blijkt dat de Amerikaanse economie zich op een roze wolk bevindt en beide parameters vrijwel in evenwicht zijn. De NAIRU (*Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment*), in de grafiek als groene verticale lijn terug te vinden, is de afkorting die wordt gebruikt om de evenwichtswerkloosheid te beschrijven. Zo geeft het snijpunt tussen de NAIRU-lijn en de lijn van de inflatiedoelstelling (rode horizontale lijn) dit evenwicht grafisch weer. Bij verdere verbetering van de economische situatie, zoals verwacht door de Fed, zal de Amerikaanse economie opschuiven naar de linkerbovenhoek van de grafiek, een kwadrant waarin de economie op te hoge toeren draait.

Pas op voor de panda

Dit is het verhaal van een bergwandelaar genaamd Janet. Na een lange en vermoeiende reis van 7 jaar door de Amerikaanse laagvlakten bereikt Janet eindelijk de voet van de Rocky Mountains om te beginnen aan de beklimming waar ze altijd van had gedroomd. Haar dubbelloops geweer is geladen aangezien ze weet dat in dit gebied ook beren leven en de weg omhoog niet ongevaarlijk is.

Na een goed voorbereide eerste etappe die haar op een eerste hoogvlakte brengt, voelt ze zich plots onzeker omdat ze beseft dat twee beren haar route op het spoor zijn gekomen. Ze besluit rustig te blijven en een pauze in te lassen, met als gevolg dat de beren, deflatie en recessie, zich weer terugtrekken. Ze kan hun ruggen nog altijd duidelijk zien, maar ze lopen sneller dan Janet zelf en zullen uiteindelijk in het bos verdwijnen. Rustig verder de berg op lopen lijkt de aangewezen manier om de beren niet meer tegen het lijf te lopen.



Grafiek 6: De economische situatie van de VS

Het moment is ongetwijfeld daar voor de Fed om het monetair beleid geleidelijk te verkrappen en dus met andere woorden de rente te verhogen ... Dit is het geval, tenzij de Fed feitelijk geen tweeledige, maar een driedelige opdracht heeft. De derde component is dan waarschijnlijk het creëren van stabiliteit op de mondiale financiële markten en de wereldeconomie, die momenteel bedreigd worden door de groeivertraging in China en de grote schuldenlast van dit land.

Net als de kust veilig lijkt te zijn en ze haar weg wil vervolgen, merkt ze dat er uit de bossen achter haar een derde beer is opgedoken. Maar dit is een andere soort beer, geen zwarte beer zoals de andere twee. Het is een pandabeer, een buitenlandse soort waar ze geen ervaring mee heeft en die ander gedrag kan vertonen dan de zwarte beren. Ze is verbaasd om een panda in de Rocky Mountains te zien, maar in een gemondialiseerde wereld komt het steeds vaker voor dat beren zoals de befaamde Chinese panda zich over de aardbol verspreiden.

Nu wordt Janet gekweld door de vraag: wat moet ik doen? Twee kogels en drie beren is een gevaarlijke situatie. Ze is nog altijd van plan verder de berg op te lopen en de panda is niet haar voornaamste aandachtspunt, maar maakt de zaak wel een stuk ingewikkelder aangezien hij haar beoogde route doorkruist. Als ze haar eerste kogel afvuurt, ofwel de rente in de komende maanden niet verhoogt, kan ze de panda wellicht

een tijdlang op afstand houden. Het zou echter ook een signaal zijn dat ze zich in een kwetsbare positie bevindt, en het kan de twee zwarte beren die voorop lopen storen. Wie weet wat een bange beer doet: wegrennen of zich omdraaien om de jager aan te vallen? Als ze vervolgens haar tweede en laatste kogel zou moeten afvuren, wat overeenkomt met de rentetarieven opnieuw tot nul verlagen, zou ze zonder munitie komen te zitten. Het is zeer zeldzaam dat een jager, hoe ervaren deze ook mag zijn, in staat is om twee beren met één kogel te doden.

Als ze echt in de problemen komt, weet ze dat ze altijd haar voormalige collega en succesvolle berenjager Ben kan bellen,

maar het zou even duren voordat hij haar komt redden in zijn helikopter, uitgerust is met een grote verzameling wapens.

De moraal van dit verhaal is drieledig. Wanneer je alleen een berg op gaat en omringd wordt door beren:

1. blijft rustig en verroer je niet,
2. schiet alleen wanneer je in gevaar bent,
3. loop geleidelijk verder wanneer de weg veilig is.

We verwachten dat de Fed de rente dit jaar twee keer zal verhogen, maar dit hangt af van de agressiviteit van de panda.



Auteur >>

Yves Longchamp, CFA

Head of Research

ETHENEA Independent Investors (Schweiz) AG



Uitgever >>

De vertegenwoordigers van het Portfolio Management Team en de Head of Research



(v.l.n.r.): Yves Longchamp – Head of Research bij ETHENEA Independent Investors (Schweiz) AG, Guido Barthels, Daniel Stefanetti, Luca Pesarini, Arnaldo Valsangiacomo, Christian Schmitt, Niels Slikker en Peter Steffen. Maken ook deel uit van het Portfolio Management Team (maar worden niet afgebeeld): Holger Brück, Jörg Held, Roland Kremer, Ralf Müller en Marco Ricciardulli.

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 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, 31.03.2016.