



MARKTCOMMENTAAR



To be or not to be?¹

In juni staat in Europa het een en ander op het spel – en dan spreken we niet alleen over het Europees kampioenschap voetbal. De spelers op de internationale kapitaalmarkt zullen aandachtig toekijken wanneer de Britten de laatste ronde ingaan van het spel om de toekomst van Europa.

Inhoud >>

>> [To be or not to be?¹](#)

>> [Macro-economische vooruitzichten](#)





To be or not to be?¹

In juni staat in Europa het een en ander op het spel – en dan spreken we niet alleen over het Europees kampioenschap voetbal. De spelers op de internationale kapitaalmarkt zullen aandachtig toekijken wanneer de Britten de laatste ronde ingaan van het spel om de toekomst van Europa.

De oude William Shakespeare zou zich met zijn voorliefde voor tragedie erg hebben verkneuterd in het huidige Europa. Volgens recente enquêtes zal de stemming over een Brexit op 23 juni 2016 waarschijnlijk niet als gevolg hebben dat Engeland naast zijn geografisch isolement als eiland uitbreidt tot een politiek isolement.² Maar Jacques Delors en Helmut Kohl, die aan de wieg stonden van de Europese Unie, zouden hun tranen nauwelijks kunnen bedwingen. Wat is er eigenlijk geworden van de Europese gedachte van solidariteit en subsidiariteit?

Binnen de eurozone rommelt het zelfs nog meer. Circa 70 jaar na het einde van de Tweede Wereldoorlog beleven rechts-nationale partijen momenteel een wedergeboorte. De volkspartijen die het (voorlopig nog) voor het zeggen hebben, zijn intussen een schaduw van zichzelf geworden en beginnen zich stilaan terug te trekken. De zogenaamde hulpacties voor Griekenland, die intussen het waanzinnige bedrag van bijna 250 miljard euro hebben bereikt, doen alles behalve de Grieken helpen. Volgens optimistische berekeningen is amper tien miljard euro in Griekenland zelf gebleven, oftewel 4%. Het overgrote deel van deze zogenaamde hulp werd rechtstreeks overgeboekt naar de rekeningen van de ECB en andere buitenlandse schuldeisers om het onafwendbare bankroet van het

land zo lang mogelijk uit te stellen. In de economie noemt men dit gedrag het rekken van een faillissement. Volgens mij is dat een strafbaar feit. Maar zoals men zegt: waar geen aanklager is, is geen rechter. En in Duitsland, het machtigste land van de eurozone, worden over 17 maanden parlementsverkiezingen gehouden. De regeringspartijen zullen waarschijnlijk een nog dramatischer stemmenverlies moeten incasseren dan tot nu toe het geval was en dit ten gunste van de AfD (Alternative für Deutschland). Zeker als de verantwoordelijken de waarheid over de insolventie van Griekenland, en daarmee het mislukken van het reddingsbeleid, zullen moeten erkennen. Een mogelijke schuldkijschelding zal wellicht ook de hebzucht van andere, grotere eurolanden kunnen opwekken.³ De gevolgen zijn onvoorspelbaar als landen van de grootte van Italië in die richting zouden gaan denken.

Deze ongelukkige politieke situatie zet internationale beleggers zeker en vast niet aan tot investeren. Het tegendeel lijkt eerder het geval: men loopt zo veel mogelijk met een grote boog om Europese obligaties en aandelen heen. Meer nog, het zijn de eerder speculatief ingestelde partijen die bij tijd en stond een rally afdwingen op de (nog) niet gemanipuleerde aandelenmarkten.

¹ In het Nederlands: "Zijn of niet zijn, dat is de vraag" – Citaat uit de tragedie van William Shakespeare *Hamlet*. In het begin van het stuk start de hoofdrolspeler Hamlet zijn monoloog met deze zin. Deze handelt over het feit dat hij ervoor terugschrikt om vastbesloten te handelen omdat hij ondanks zijn doodsverlangen en een gevoel van melancholie, angst heeft voor de dood., Bron: https://de.wikipedia.org/wiki/Sein_oder_Nichtsein,_das_ist_hier_die_Frage

² Hier willen wij opmerken dat wij bij wijze van uitzondering hopen dat Engeland niet in de voorronde van het EK wordt uitgeschakeld (de laatste groepswedstrijd voor Engeland vindt drie dagen voor het referendum plaats), want dat zou weleens een kortstondige anti-Europese impuls kunnen teweegbrengen.

³ Vreemd genoeg besloot men tijdens de laatste Griekse landtop dat pas in 2018 onderhandeld zal worden over een verlaging van de Griekse schuldenlast. Dat zou na de parlementsverkiezingen in Duitsland zijn. U denkt toch niet dat beide zaken aan elkaar gerelateerd zijn?

De verschillende opkoopprogramma's van de ECB hebben ertoe geleid dat de rente op de Europese obligatiemarkten gedaald is tot een niveau dat ze geen correcte weergave geeft van de eigenlijke risico's. Daarom mijden wij Europese obligaties zo veel mogelijk in onze portefeuilles. Ook in de aandelenportefeuilles van onze fondsen spelen Europese aandelen een beperkte rol.

Daarenboven wordt het steeds moeilijker alternatieven te vinden die in USD genoteerd zijn. De aankondigingen van de leden van het FOMC dat zij de rente (spoedig) willen verhogen, bezorgen de markt en de beleggers kopzorgen. Moeten de renteverhogingen dienen als compensatie voor het te laat optreden van de Amerikaanse centrale bank in de bestrijding van de inflatie? Als dat zo is, dan betekent dit dat de Fed *behind the curve* is en dat de inflatie dus sterker zou kunnen stijgen dan verwacht, met de daarbij horende negatieve gevolgen voor investeringen in het lange einde van de Amerikaanse rentecurve. Maar als de renteverhogingen slechts een terugkeer inhouden naar een normalisering van het monetair beleid, zouden beleggingen in het lange einde van de rentecurve zonder meer positief reageren omdat de Amerikaanse Fed dan alles onder controle zou hebben en beleggingen in Amerikaanse obligaties internationaal gezien zeer aantrekkelijk zouden lijken.

Voor valuta- en aandelenmarkten gelden analoge redeneringen, waarmee de auteur zijn lezers liever niet wil vervelen. De

opmerkzame lezer kan zich hopelijk nog de titel *The Tempest*⁴ van onze eerste Marktcommentaar van dit jaar voor de geest halen, waarin wij wezen op de aanzienlijke risico's in dit beleggingsjaar.

In zulke omstandigheden dienen strategische beleggingen in sterke mate opgevolgd te worden en mag het risicobudget niet volledig worden uitgeput. De situatie moet opnieuw beoordeeld worden aan de hand van diverse data en bijgevolg moeten ook dikwijls de waarderingen herzien worden, wat vaak gepaard gaat met volatiele prijsaanpassingen. Volgens de wet van Murphy⁵ hebben deze echter meestal een negatieve bijdrage tot het uiteindelijke resultaat.

Met het oog op het Europese voetbalkampioenschap kan daarom eigenlijk maar één conclusie worden getrokken: Men moet het hoofd koel houden.



Auteurs >>

Guido Barthels

Portfolio Manager
ETHENEA Independent
Investors S.A.

Yves Longchamp, CFA

Head of Research
ETHENEA Independent
Investors (Schweiz) AG

⁴ [Klik hier om nogmaals een blik te werpen op de Marktcommentaar van januari 2016 met de titel *The Tempest*.](#)

⁵ "Als er iets kan misgaan, zal het op een bepaald moment ook misgaan." Bron: https://nl.wikipedia.org/wiki/Edward_A._Murphy

Macro-economische vooruitzichten >>

In onze vorige Marktcommentaar schreven wij uitvoerig over bipolaire markten en de toestand van de economieën waarin we het meest geïnteresseerd zijn: de VS, de eurozone en China. Wij concludeerden dat in een “laagteklimaat, dat wil zeggen omstandigheden van lage groei, lage inflatie, lage rente, lage rendementen en doorgaans lage opbrengsten, de scheidslijn tussen groei en recessie, inflatie en deflatie, bull- en bearmarkten dun is”.

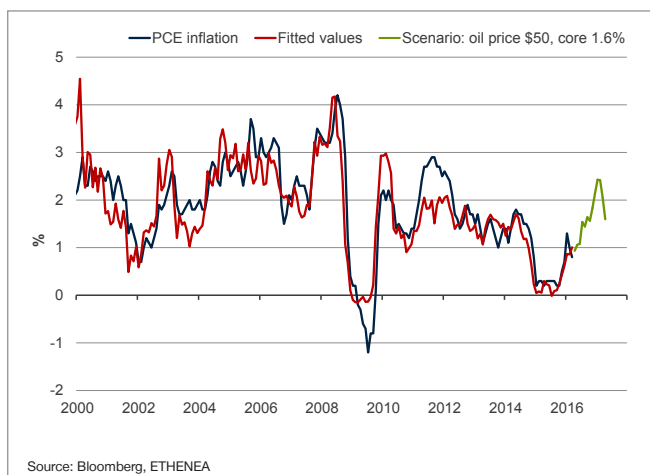
Onze visie op de wereld economie is sindsdien eigenlijk niet veel veranderd. In de VS is de conjunctuurcyclus een late fase ingegaan, hetgeen inhoudt dat de groei geleidelijk zal vertragen. De particuliere consumptie, de enige groeimotor van de Amerikaanse economie, dreigt in het gedrang te komen door het verzwakken van de arbeidsmarkt. In Europa, waar de conjunctuurcyclus in een vroegere fase verkeert, zal de groei waarschijnlijk robuust blijven, mede dankzij het uiterst soepele monetaire beleid. Hier zijn de risico's echter, zoals gewoonlijk, van politieke aard. Ten slotte, maar daarom niet minder belangrijk, houdt de Chinese economie het grootste risico in voor ons scenario. Na een uitzonderlijke, door de Chinese regering tweegebrachte ommekeer eerder dit jaar door grootschalige kredietinjecties in de economie, omvangrijke fiscale stimuleringsmaatregelen en strenge kapitaalcontroles, is de economie weer opgekrabbeld. Desalniettemin werd geen enkele van de uitdagingen die hen te wachten staan, zoals de gestaag teruglopende groei, de overcapaciteit, de forse schuld-financiering en de overgang van een door investeringen naar een door consumptie gedragen groei, aangepakt. Als gevolg

daarvan blijft China een belangrijke risicofactor, die op elk moment weer de kop kan opsteken.

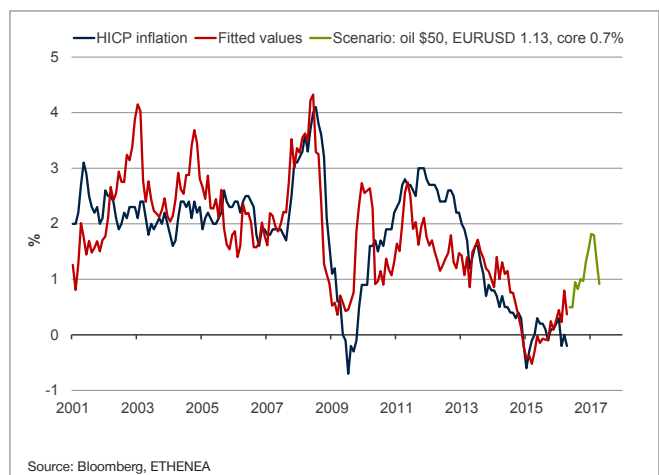
Omdat ons scenario niet wezenlijk is veranderd, zullen wij ons richten op vier ontwikkelingen die in mei onze aandacht trokken, alvorens het bekende onbekende te bespreken dat de rest van het jaar zal kenmerken.

Laten we nu eens kijken naar deze vier gebeurtenissen. Ten eerste bereikte de olieprijs de symbolische drempel van USD 50 per vat, een niveau dat door velen wordt beschouwd als de break-evenprijs in de Amerikaanse schalieoliesector, die aanzien wordt als marginale producent. Als dat zo is, zal de olieprijs in de nabije toekomst waarschijnlijk rond dit niveau blijven schommelen. Als de olieprijs voorlopig USD 50 blijft, zou de Amerikaanse inflatie in de loop van het jaar geleidelijk moeten stijgen tot boven 2% in december (grafiek 1). Ook in Europa zou een hogere olieprijs leiden tot een hogere kerninflatie (grafiek 2), zij het dat de koppeling tussen de olieprijs en de inflatie in Europa niet zo sterk is als in de VS. Eén verklaring hiervoor is de rol die wisselkoersen spelen: zij versterken of compenseren schommelingen in USD-prijzen.

De tweede ontwikkeling vloeide voort uit de publicatie van de notulen van de vergadering van het FOMC op 18 mei, waardoor een renteverhoging in juni toch weer tot de mogelijkheden leek te behoren. Dit is in lijn met ons scenario van twee renteverhogingen dit jaar. Volgens marktdeelnemers is de waarschijnlijkheid van een renteverhoging in juni fors



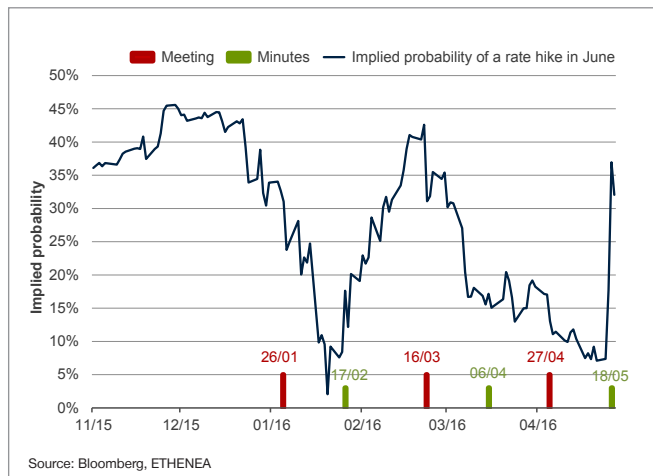
Grafiek 1: Bij een olieprijs van USD 50 per vat zal de inflatie in de VS aan het einde van het jaar boven de 2% uitkomen



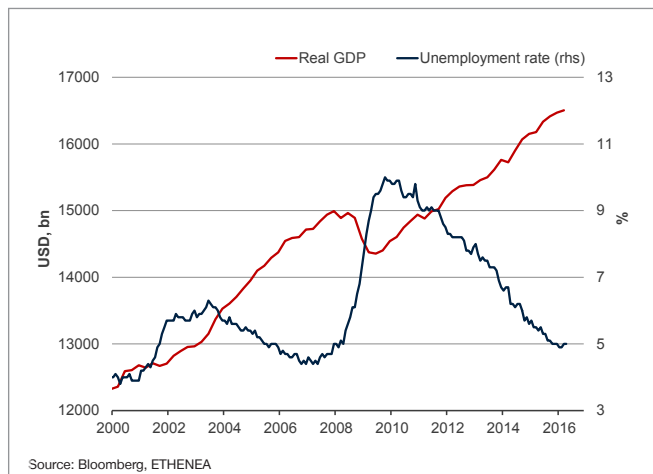
Grafiek 2: In Europa zal de inflatie naar verwachting stijgen door de hogere olieprijsen, maar andere factoren zetten deze prognose op losse schroeven

toegenomen van 7 % naar ongeveer 33 %⁶. Als we terugblikken op de recente geschiedenis, is dit niet de eerste keer dat de waarschijnlijkheid van een renteverhoging in juni vanaf een laag niveau fors toenam tot ongeveer 30 % (grafiek 3). Enerzijds weerspiegelt dit de bipolariteit van marktdeelnemers, en anderzijds blijkt hieruit het onvermogen van de machtigste centrale bank van de wereld om marktdeelnemers een overtuigend scenario te presenteren.

De derde ontwikkeling was het akkoord tussen Griekenland en zijn schuldeisers. Hoewel het een publiek geheim is dat de situatie in Griekenland niet wezenlijk is veranderd en de Griekse schatkist leeg is, is het land niet meer illiquide omdat het zojuist weer een cheque van meer dan EUR 10 miljard heeft ontvangen om zijn schulden aan de ECB en het IMF af te lossen en te voorzien in zijn liquiditeitsbehoeften tot aan het einde van het jaar. Er is een discussie op gang gekomen over een mogelijke schuldverlichting, maar de Europese schuldeisers hielden hun hakken in het zand; dit betekent dat de Griekse schuld net zo onhoudbaar blijft als hiervoor.



Grafiek 3: Gaat de rente in juni wel of niet omhoog?

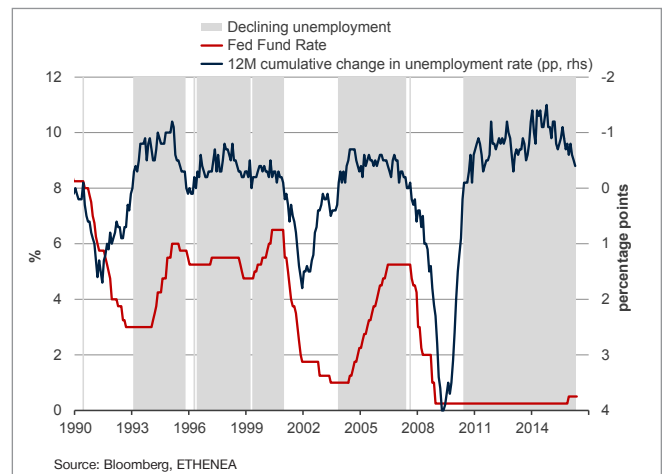


Grafiek 4: Hoog BBP en lage werkloosheid in de VS

Dit akkoord heeft de *verdiens*te dat de politieke spanningen in Europa erdoor afnemen in de aanloop naar een qua verkiezingen zwaarbeladen jaar, omdat in 2017 in zowel Duitsland als Frankrijk een nieuw staatshoofd zal worden gekozen.

Tot slot heeft Donald Trump voldoende gedelegeerden achter zich gekregen om de Republikeinse nominatie als presidentskandidaat binnen te slepen. Nog niet zo lang geleden werd deze uitkomst door praktisch niemand verwacht. De Amerikaanse economie heeft zich hersteld van de Grote Recessie met een momenteel 10 % hoger BBP dan tijdens de piek voorafgaand aan de Wereldwijde Financiële Crisis en met een werkloosheid van slechts 5 % (grafiek 4). Wie zou op grond van deze statistische gegevens durven zeggen dat de Democraten het de afgelopen acht jaar slecht hebben gedaan? Met andere woorden, waarom vindt het populisme zoveel weerklank in de VS? Populisme krijgt steeds meer voet aan de grond in het VK alsook in Europa, hetgeen wijst op een toenemende maatschappelijke ongelijkheid en een gebrek aan visie in de westerse wereld. Globalisatie en welvaartsverschillen worden doorgaans aangevoerd als redenen voor de heersende onvrede. Als de politieke koers wordt verlegd naar een meer op nationale belangen gericht beleid en een gelijkere inkomensverdeling, zouden de bedrijfsinkomsten echter in gevaar kunnen komen. Anderzijds zou een gelijkere verdeling van de winst de consumptie een impuls kunnen geven en de komende jaren voor meer groei kunnen zorgen. Wij zullen de verkiezingen in Europa en de VS nauwgezet volgen, omdat het nieuwe politieke landschap ons informatie zal verschaffen over de ontwikkelingen die bepalend kunnen zijn voor de komende tien jaar.

Wat de rest van het jaar nog in petto heeft, kan per definitie niet worden voorspeld, maar er zijn enkele bekende onbekenden die marktdeelnemers zeker bij de les zullen houden. Om te beginnen 15 juni, wanneer de Fed voor de tweede keer in deze cyclus moet beslissen om de rente al dan niet te verhogen. Aan de voorwaarden voor een renteverhoging is naar onze mening



Grafiek 5: Niet te laat om de rente te verhogen

⁶ Deze Marktcommentaar werd op 31.5.2016 geschreven.

voldaan, omdat de huidige werkloosheid strookt met de definitie van volledige werkgelegenheid en de kerninflatie aantrekt en voldoende in de buurt is gekomen van het streefcijfer. In grafiek 5 is te zien dat de Fed erg achterloopt op de curve in deze verhogingscyclus. In de afgelopen 25 jaar begon de Fed een verhogingscyclus in de twaalf maanden volgend op het begin van een daling van de werkloosheid (grijs gemarkeerde periodes in de grafiek). Volgens deze eenvoudige maatstaf had de Fed de rente voor het eerst moeten verhogen vóór juni 2011, ofwel al vijf jaar geleden. Begrijp ons niet verkeerd – wij zeggen niet dat de Fed een verkeerde beslissing nam en de rente veel eerder had moeten verhogen, met name omdat deze maatstaf geen rekening houdt met de diepte van de laatste recessie. Wat we wel willen zeggen, is dat de Amerikaanse arbeidsmarkt volgens de werkloosheidsdynamiek (in de grafiek als blauwe lijn weergegeven) momenteel aan momentum inboet; dit bevestigt onze visie dat de Amerikaanse conjunctuurcyclus in zijn eindfase zit en dat de Fed nu, en wellicht niet voor lang, een uitgelezen kans heeft om de rente te verhogen.

Een paar dagen later, op 23 juni, zal de uitslag van het Brexit-referendum bekend zijn. Opiniepeilers breken zich het hoofd over de mogelijke uitkomst. Het enige wat we met zekerheid kunnen zeggen, is dat iedereen het erover eens is dat de uitkomst onzeker is. We zullen niet verder ingaan op dit onderwerp omdat onze portefeuillebeheerder Guido Barthels dit reeds uitvoerig besproken heeft in het voorgaande deel. Wij gaan ervan uit dat er geen Brexit komt. Daarna volgt een andere Europese gebeurtenis: de algemene verkiezingen in Spanje, die op 26 juni plaatsvinden.

Als de Europese economie zich blijft ontwikkelen zoals nu het geval is en de politieke agenda het groeipad niet verstoort, zou de ECB in de tweede helft van het jaar wel eens uit een ander vaatje kunnen gaan tappen. Zodra de angst voor deflatie is weggeëbd, bijvoorbeeld omdat de olieprijs stabiliseert en de economie in de eurozone sneller blijft groeien dan mogelijk werd geacht zodat de werkloosheid verder daalt, zou de vraag kunnen oprijzen of de kwantitatieve versoepeling na maart 2017 uitgebreid, gehandhaafd of wellicht afgebouwd moet worden. Het afzweren van kwantitatieve versoepeling (QE) in

Europa is wellicht prematuur, maar niet onmogelijk, en uitbreiding van de QE zou in dit scenario naar ons idee niet veel uithalen, in tegenstelling tot de onder economen heersende opvatting.

In de rest van het jaar zal op 8 november de belangrijke Amerikaanse tweestrijd tussen Trump en Clinton (die nog steeds niet officieel is genomineerd) plaatsvinden. Wij zijn benieuwd naar de afloop van dit duel. In een wereld waarin een *nieuw normaal* is uitgegroeid tot de overkoepelende term voor alles wat niemand rationeel kan verklaren, is een politiek nieuw normaal niet langer ondenkbaar. Ongeveer een maand na de Amerikaanse presidentsverkiezingen zal de Fed voor de laatste keer dit jaar bijeenkomen (14 december). En waarom zou de Fed dan niet besluiten de rente weer te verhogen aangezien de inflatie in de VS tegen die tijd waarschijnlijk meer dan 2% zal bedragen?

We hebben de eerste helft van 2016 nog niet achter de rug, maar weten nu al dat de tweede helft van het jaar bol zal staan van politieke en monetaire besluiten die bepalend zullen zijn voor het verloop van de rest van het jaar. We hebben geleerd dat markten wispelturig zijn en heen en weer worden geslingerd tussen euforie en depressie omdat in een laagteklimaat de scheidslijn tussen deze twee werelden dun is.

Met dit in het achterhoofd blijven wij voorzichtig en houden wij ontwikkelingen in China nauwlettend in de gaten, ook al lijken marktdeelnemers eerder met oogkleppen op te handelen sinds de buitengewone ommekeer van eerder dit jaar.

Auteur >>

Yves Longchamp, CFA

Head of Research

ETHENEA Independent Investors (Schweiz) AG



Auteurs >>

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, Arnoldo Valsangiacomo, Christian Schmitt, Niels Slikker en Peter Steffen. Maken ook deel uit van het Portfolio Management Team (maar worden niet afgebeeld): 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, 31.05.2016.