



MARKTCOMMENTAAR

Het is pas voorbij als de dikke dame zingt.¹

De opkomst van de Walkure² Brünnhilde luidt in de opera *Der Ring des Nibelungen* van Richard Wagner het einde van de wereld in. Zolang deze corpulente operazangeres niet op het podium is verschenen, blijft de afloop volledig open. Welke akte wordt er momenteel op de kapitaalmarkten opgevoerd?

Inhoud >>

Editie gepubliceerd op 30.11.2016

- > [Het is pas voorbij als de dikke dame zingt.¹](#)
- > [Macro-economische vooruitzichten](#)





Het is pas voorbij als de dikke dame zingt.¹

De opkomst van de Walkure² Brünnhilde luidt in de opera *Der Ring des Nibelungen* van Richard Wagner het einde van de wereld in. Zolang deze corpulente operazangeres niet op het podium is verschenen, blijft de afloop volledig open. Welke akte wordt er momenteel op de kapitaalmarkten opgevoerd?

De informele zegswijze *it's not over until the fat lady sings* wordt in de Engelse taal regelmatig gebruikt en verwijst naar het laatste zangstuk van een operavoorstelling, die vaak door een (meestal corpulente) sopraan wordt gezongen.

Hoe het ook zij, de veelgestelde vraag of de decennialange hausse op de obligatiemarkt nu eindelijk voorbij is, beant-

» De veelgestelde vraag of de decennialange hausse op de obligatiemarkt nu eindelijk voorbij is, beantwoorden we met een duidelijke nee. «

woorden we met een duidelijke nee. Die is nog lang niet voorbij. Maar het is niet uitgesloten dat het rendement op

10-jarige Duitse staatsobligaties in de tussentijd weer oploopt tot 1,50 % of dat Amerikaanse treasuries weer stijgen naar 3 %. Dit zou dan echter in het kader van de normale opwaartse en neerwaartse bewegingen op de kapitaalmarkten zijn.

Wat momenteel echter minder normaal lijkt, is dat alles zo ontzettend snel gaat. Bloomberg meldde op 1 december dat de Bloomberg Barclays Global Aggregate Total Return Index³ in de afgelopen maand een onvoorstelbare waardedaling van USD 1.700 miljard te verwerken kreeg. En dat in één maand tijd. Momenteel heeft de index nog een waarde van USD 44.480 miljard en bedraagt het waardeverlies bijna 3,7 % – een daling die we in geen jaren meer hebben meegemaakt. Dat verklaart ook waarom we het grootste deel van de koersbeweging niet als fundamenteel beschouwen, maar als een gevolg van marktwerking.

¹ In het Engels *it ain't over till the fat lady sing*. Deze uitdrukking betekent dat "de uitkomst van een gebeurtenis moeilijk te voorspellen is zolang het nog aan de gang is." Bron: https://en.wikipedia.org/wiki/It_ain't_over_till_the_fat_lady_sings

² De Walkuren zijn strijdgodinnen uit de Noordse mythologie. Bron: <https://nl.wikipedia.org/wiki/Walkure>

³ De Bloomberg Barclays Global Aggregate Index is een fundamentele maatstaf voor wereldwijde investment-grade-obligaties uit vierentwintig lokale valutamarkten. Deze benchmark, die is samengesteld uit verschillende valuta's, omvat staatsobligaties, bedrijfsobligaties en gesecuritiseerde vastrentende obligaties van emittenten uit zowel geïndustrialiseerde als opkomende landen.

Grafiek 1 geeft deze enorme koersbeweging weer aan de hand van de huidige 10-jarige staatsobligatie. Sinds augustus is deze obligatie met meer dan 8 % gedaald, waarvan bijna 6 % in de afgelopen twee weken. Grafiek 2 zet deze opmerkelijke koersbeweging echter in het juiste perspectief – op de lange termijn bekeken is ze namelijk te verwaarlozen. Dit betekent echter niet dat we deze belangrijke koersbeweging negeren, maar we moeten ze wel in het juiste licht plaatsen.

Afgezien van een enorm verlies van vertrouwen in emittenten onder beleggers, kan het rendement alleen duurzaam stijgen als ook de inflatie duurzaam stijgt. De nominale inflatie, het inflatiepercentage uit het avondnieuws dat ook wel *headline* inflatie genoemd wordt, stijgt momenteel en zal aan beide

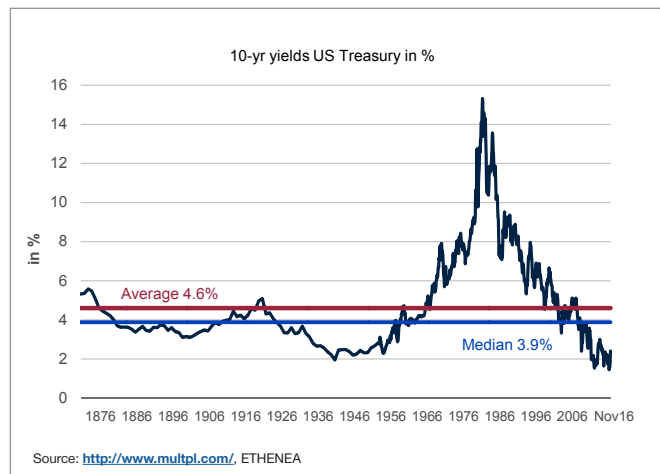
» Nu lijkt de inflatie weer terug van weggeweest. «

zijden van de Atlantische Oceaan verder blijven stijgen. Dit is grotendeels het gevolg van het feit dat de stijging van de olieprijs ten opzichte van het voorgaande jaar nu geleidelijk wordt meegenomen in de berekening. Dit is het zogeheten basiseffect. Grafiek 5 laat zien dat de prijs van ruwe olie in januari 2016 zijn historisch dieptepunt bereikte. Sindsdien is de prijs maar liefst met zo'n 100 % gestegen. Dit zal met name in de eerste helft van 2017 doorwerken in de inflatiecijfers.

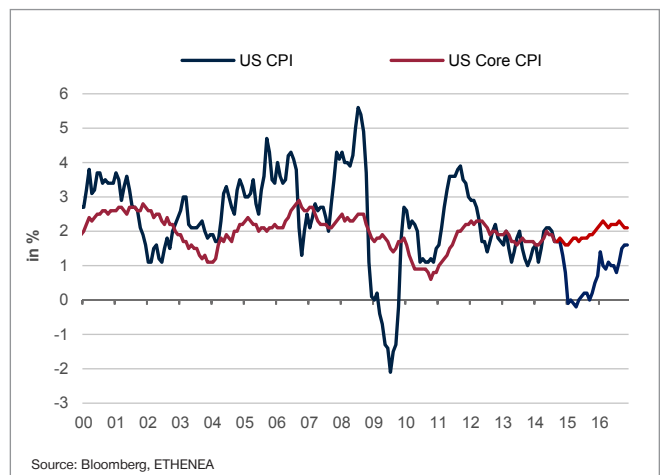
Vanzelfsprekend zal dit niet onopgemerkt aan beleggers voorbijgaan. Het thema inflatie was tenslotte bij veel beleggers grotendeels van de radar verdwenen. De laatste tijd was het juist het spookbeeld van deflatie dat de gemoederen bezig hield. Nu lijkt de inflatie weer terug van weggeweest. We gaan er echter niet van uit dat de prijs van ruwe olie gestaag zal blijven stijgen, ondanks de onlangs door de OPEC overeengekomen productiebeperking. De Amerikaanse bodem bevat enorme reserves ruwe olie. Onlangs werd in de Texaanse bodem het tot nu toe grootste olieveld ter wereld ontdekt, Wolfcamp, met een capaciteit van meer dan 20 miljard vaten. President-elect Trump heeft in zijn verkiezingscampagne heel duidelijk aangegeven dat hij ook de productie van schaliegas en -olie weer wil aanzwengelen om banen te creëren. Dit voornemen zal naar verwachting een behoorlijke rem zetten op de ontwikkeling van de ruwe-olieprijzen wereldwijd.



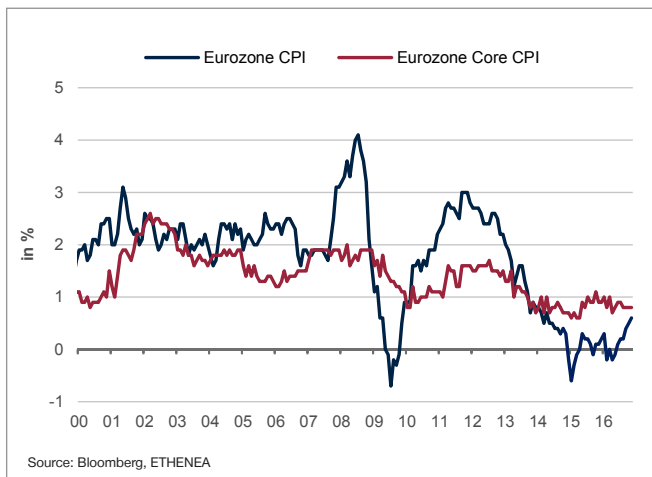
Grafiek 1: Koersontwikkeling van de huidige 10-jarige Amerikaanse staatsobligatie



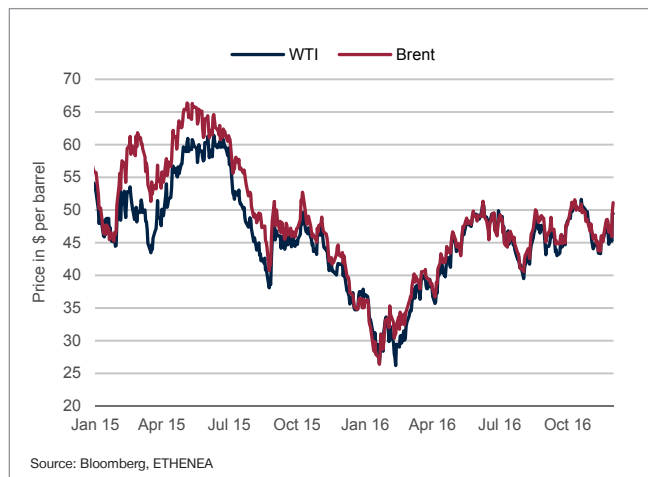
Grafiek 2: Ontwikkeling van het rendement op 10-jarige Amerikaanse staatsobligaties sinds 1872



Grafiek 3: Headline- en kerninflatie in de VS



Grafiek 4: Headline- en kerninflatie in de eurozone



Grafiek 5: Prijzontwikkeling van de ruwe-oliesoorten West Texas Intermediate en Brent

De kerninflatie is daarentegen overal uiterst stabiel (grafiek 3 en 4). Het betreft hier de inflatie waar de volatiele energie- en voedselprijzen uitgefilterd zijn. Of de door de markt gevreesde *Trumpflation* er echt komt, zal onze Head of Research, Yves Longchamp, in het volgende deel uit de doeken doen. We wijzen hier echter alvast op het volgende: de langetermijntrend in de geglobaliseerde wereld, met zijn snel voortschrijdende automatisering van werkprocessen (Industrie 4.0), is en blijft desinflatie.⁴

We zijn zeer benieuwd wanneer de in onze ogen erg overdreven opwaartse beweging van de rendementen tot stilstand komt. Wij zijn ervan overtuigd dat dit punt in de niet al te verre toekomst ligt. De spreekwoordelijke dikke dame moet voorlopig dus nog ergens anders zingen. Wat rendement betreft, laat de laatste akte nog op zich wachten.

Auteurs >>

Guido Barthels

Portfolio Manager
ETHENEA Independent
Investors S.A.

Yves Longchamp, CFA

Head of Research
ETHENEA Independent
Investors (Schweiz) AG

⁴ We raden geïnteresseerde lezers van harte aan om het recente boek van Martin Ford *De opmars van robots: hoe technologie veel banen zal doen verdwijnen* te lezen.

Macro-economische vooruitzichten >>

Seculiere stagnatie of de Amerikaanse dollar

We hebben aan de hand van data het concept van *seculiere stagnatie*⁵, of het idee dat groei naar verwachting laag zal blijven, onderzocht en kwamen tot de conclusie dat de geringe groei en de lage inflatie eigenlijk vooral te maken hebben met de sterke Amerikaanse dollar. De verdere stijging van de dollar sinds de verkiezing van Donald Trump is met andere woorden een reden tot bezorgdheid aangezien dit de voorbode is van lagere mondiale prijzen en daardoor ook lagere inflatie.

De Amerikaanse dollar en de winstgevendheid van de wereldeconomie

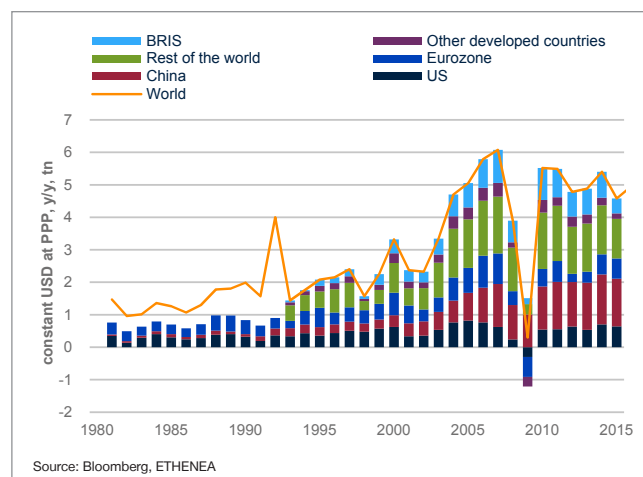
Wij denken dat de sterke Amerikaanse dollar ertoe bijdraagt dat de wereldeconomie vandaag de dag minder aantrekkelijk is dan voorheen. De Amerikaanse dollar is de belangrijkste munteenheid ter wereld; het is de eenheid waarin economische zaken wereldwijd worden uitgedrukt om ze onderling vergelijkbaar te maken, het is de valuta waarin de prijzen van de wereldhandel (industriële producten en grondstoffen) worden uitgedrukt en het is de wereldwijd geaccepteerde valuta die u op zak hebt wanneer u exotische landen bezoekt.

Bbp-groei gemeten in USD tegen de marktwisselkoers⁶ is een cijfer voor de wereldwijde activiteit dat het dichtst aanleunt bij een markteconomie die door het kapitalisme aangedreven wordt. Stel: u bent de CEO van World Inc., het bedrijf dat alles produceert voor iedereen, waar dan ook ter wereld, en u presenteert de jaarcijfers aan uw aandeelhouders. U zou waarschijnlijk niet lang stilstaan bij hoeveel World Inc. heeft geproduceerd, maar juist benadrukken hoe winstgevend World Inc. is. Bbp-groei uitgedrukt in constante USD bij koopkrachtpariteit (KKP)⁷ meet de geproduceerde hoeveelheid, terwijl de huidige USD tegen de marktwisselkoers de toegevoegde waarde meet, ofwel de winstgevendheid van World Inc.

Omdat World Inc. aandeelhouders over de hele wereld heeft, presenteert het zijn resultatenrekening in USD. De resultaten over 2015 waren dramatisch, de slechtste in de hele historie van het bedrijf. De winst daalde met meer dan 4,5 biljoen USD vergeleken met het jaar daarvoor, een krimp die nog sterker

» De recente Amerikaanse verkiezingsuitslag laat zien dat blanke, ongeschoolde mannen massaal op Donald Trump hebben gestemd om hun onvrede te uiten. «

was dan tijdens de wereldwijde financiële crisis (grafiek 8). Merk op dat de winstgevendheid in de periode van 2012 tot 2014 slechts met 2 biljoen USD per jaar is gestegen, terwijl de productie gestaag toenam (grafiek 9). De druk op de marges is gigantisch. De kapitaalkosten zijn al laag, de lonen zijn de afgelopen jaren niet wezenlijk gestegen en werknemers worden almaar bozer aangezien hun levensstandaard niet is verbeterd. De recente Amerikaanse verkiezingsuitslag laat zien

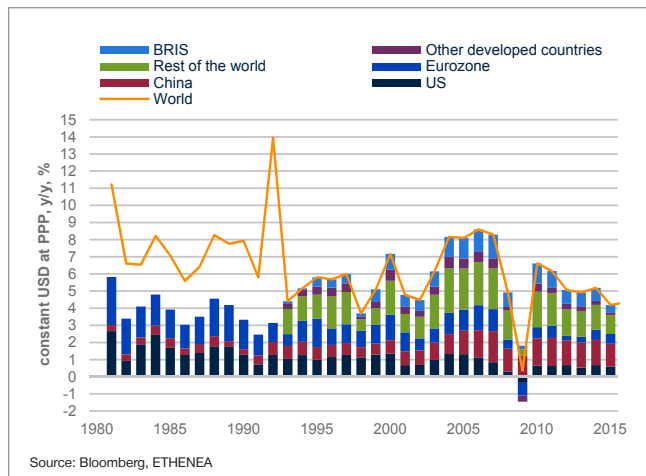


Grafiek 6: Daling van de winstgevendheid

⁵ Bron: https://en.wikipedia.org/wiki/Secular_stagnation_theory

⁶ Lees meer hierover in onze Marktcommentaar van [september 2015](#).

⁷ *Constance USD bij KKP* is een abstracte rekeneenheid die economen gebruiken om dingen vergelijkbaar te maken. Het doel ervan is om de geproduceerde hoeveelheid uit te drukken in een eenheid die constant is in de loop van de tijd en tussen diverse regio's kan worden vergeleken. Een kilogram, een meter of een uur zijn eenheden die in de tijd constant en tussen regio's vergelijkbaar zijn. Als we bankdiensten en -advies konden converteren naar kilogrammen, meters of uren, zouden dat ideale eenheden zijn. Constance USD bij KKP is een poging om de wereldeconomie uit te drukken in één eenheid, zodat we er kwantitatief naar kunnen kijken, zonder de storende invloed van prijsinflatie en wisselkoersschommelingen.



Grafiek 7: Geen seculiere stagnatie

dat blanke, ongeschoolde mannen massaal op Donald Trump hebben gestemd om hun onvrede te uiten.

Door de lage inflatie kunnen de kosten niet verder omlaag en gaan de prijzen niet omhoog. Met andere woorden: de marges blijven onder druk staan. Daarnaast drukt de sterke Amerikaanse dollar de winstgevendheid van World Inc.-fabrieken en -winkels buiten de VS naar beneden wanneer deze wordt geconsolideerd in de jaarlijkse resultatenrekening in USD.

Waarom de inflatie niet terugkomt, is een vraag waarover alle centrale banken zich het hoofd breken. We weten het antwoord niet, maar we zien wel dat wereldwijde prijzen (voor industriële producten en grondstoffen) het koersverloop van de Amerikaanse dollar kopiëren (in grafiek 9 heeft de dollar-index een omgekeerde schaal, hetgeen betekent dat een stijgende dollar gekoppeld is aan een daling van de rode lijn). Voor ons betekent dit dat inflatie zal uitblijven zolang de dollar sterk blijft of sterker wordt. Een sterke dollar is een obstakel voor mondiale reflatie en schiet zichzelf in de voet. *Trumpisme*, dat naar ons idee pure schizofrenie is, is in vele opzichten gevaarlijk. Het is alsof marktdeelnemers het pessimisme over een presidentskandidaat achteloos hebben ingeruild voor optimisme over diezelfde persoon eens deze als toekomstige president een iets andere toon aansloeg. Maar wat voor dit artikel relevant is: deze omslag in het denken leidt tot een sterkere dollar, precies het tegenovergestelde van wat nodig is om de wereldeconomie nieuw leven in te blazen, en daarom kunnen wij ons niet vinden in het nieuw verworven optimisme van marktdeelnemers.

Seculaire stagnatie en wereldwijde groei

Waar een CEO geïnteresseerd is in winstgevendheid, kijkt een econoom vooral naar productiviteit, of de capaciteit van een onderneming om goederen of diensten te produceren uitgedrukt in hoeveelheden. De wereldeconomie van de jaren 80 en begin jaren 90 heeft niets gemeen met de huidige economie. In de afgelopen 30 jaar heeft deze een ingrijpende transformatie ondergaan. Grofweg geschat, kunnen we stellen dat het afgelopen millennium werd gedomineerd door de ontwikkelde economieën, terwijl het nieuwe millennium wordt aangevoerd door de ontwikkelingslanden.

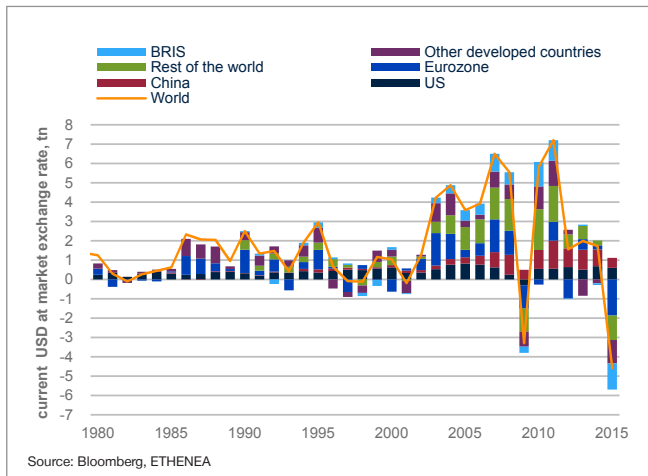
In de jaren 80 kwam vrijwel de helft van de wereldwijde bbp-groei uit de VS en de regio die later zou uitgroeien tot de eurozone. Volgens de prognoses van het IMF zullen deze twee

»» Waar is de seculiere stagnatie? ««

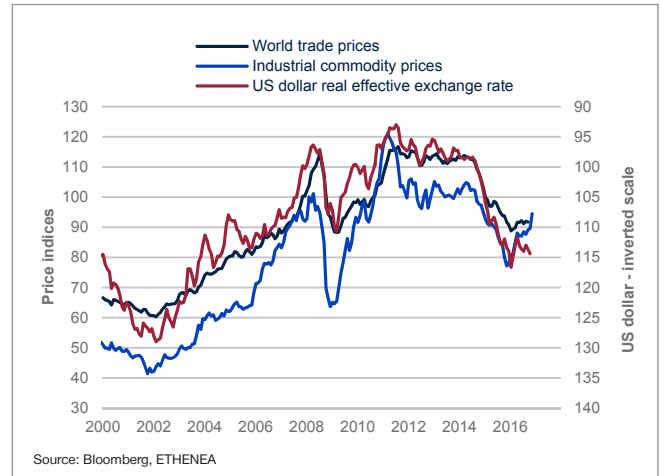
economieën in 2016 minder dan een kwart van de wereldwijde groei voor hun rekening nemen. Na 2020 zullen ze naar verwachting minder dan een vijfde vertegenwoordigen. Voor wie nostalgisch is aangelegd: relatief gezien zijn de oude economieën de afgelopen vijftien jaar duidelijk achteruitgegaan, maar in absolute cijfers was het ook een periode van geweldige expansie. Het gecombineerde bbp van de VS en de eurozone steeg in de jaren 80 met veel minder dan 1 biljoen USD per jaar, terwijl dit cijfer nu ver boven de 1 biljoen ligt, ondanks de lage groeiomgeving die vaak wordt geassocieerd met de term seculiere stagnatie (grafiek 6).

Waar is de seculiere stagnatie? is dus de vraag die we ons moeten stellen. Grafiek 6 splitst de wereldwijde bbp-groei, gemeten bij een constante USD en uitgedrukt in KKP, op per regio. Volgens deze maatstaf is de groei de laatste tijd robuust en sterk. Nog opmerkelijker is dat de wereldwijde financiële crisis en de daaropvolgende Grote Recessie geen blijvende gevolgen hebben gehad voor de groei. Volgens de meest recente cijfers nam het bbp in 2015 toe met circa 4,5 biljoen USD, een behoorlijk cijfer. Als het bbp tot aan het einde van het decennium aan dit tempo blijft groeien, zal het in dit decennium sterker zijn gestegen dan in eender welk decennium in de hele geschiedenis van de mensheid.

Terwijl er in de bbp-cijfers klaarblijkelijk geen sprake is van seculiere stagnatie, is deze duidelijk zichtbaar in de bbp-cijfers.



Grafiek 8: Een sterke Amerikaanse dollar werkt deflatie in de hand



Grafiek 9: Seculiere stagnatie

Als dit niet met elkaar te rijmen lijkt, moet u nog eens goed naar de data kijken. Net als in grafiek 6 wordt in grafiek 7 de wereldwijde groei, gemeten in constante USD bij KKP, uitgesplitst. Er is echter een klein verschil dat grote veranderingen

» We zijn allemaal doordrongen van het besef dat het niet meer is als vroeger. «

teweegbrengt. In grafiek 6 is de groei gemeten in USD, terwijl deze in grafiek 7 wordt uitgedrukt als een percentage. Volgens deze enigszins andere maatstaf, verreweg de meest gehanteerde indicator voor groei, vertoont de wereldwijde bbp-groei wel degelijk tekenen van seculiere stagnatie. In de jaren voorafgaand aan de wereldwijde financiële crisis versnelde de wereldwijde groei tot een piek van 8 % in 2006 en liep deze na de crisis in sneltempo terug tot 4 % in 2015.

Omdat er naar gelang de gebruikte eenheid al dan niet sprake is van seculiere stagnatie, vinden we deze theorie niet erg overtuigend. Als uw salaris tien jaar geleden 100 bedroeg en elk jaar met 10 steeg, dan zou u nu tweemaal zoveel verdienen als tien jaar geleden. Maar als u er nu 10 bij krijgt, gaat uw salaris met slechts 5 % omhoog, terwijl uw eerste loonsverhoging tien jaar

geleden een opslag van 10 % vertegenwoordigde. Als we ervan uitgaan dat er geen inflatie is, met hoeveel zal uw koopkracht dan volgend jaar toenemen, met 10 zoals elk jaar of slechts met 5 %, in tegenstelling tot 10 % tien jaar geleden? In dit licht zou seculiere stagnatie wel eens meer raakvlakken kunnen hebben met psychologie en sociologie dan met economie.

Volgens ons is het bbp na de wereldwijde financiële crisis fors gestegen en zijn er geen tekenen die wijzen op een groeivertraging. In de drie belangrijkste economische regio's, namelijk de VS, de eurozone en China, is de groei verrassend veerkrachtig gebleken. Met uitzondering van de eurozone in 2012 en 2013, toen de eurocrisis een hoogtepunt bereikte, is de groei vrij stabiel gebleven.

Of je nu vindt dat het glas half leeg of half vol is, de gangbare mening is dat de economie vandaag niet zo snel groeit als in de afgelopen decennia. Lonen zijn niet veel gestegen en rendementen zijn teruggelopen tot een ongekend laag niveau, ondanks het feit dat de centrale banken en overheden van de grote economieën innovatieve en grootschalige stimuleringsmaatregelen hebben doorgevoerd. We zijn allemaal doordrongen van het besef dat het niet meer is als vroeger.

Auteur >>

Yves Longchamp, CFA
 Head of Research
 ETHENEA Independent Investors (Schweiz) AG



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. Staand (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 & Marco Ricciardulli (niet afgebeeld).

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, 30.11.2016.