



ETHENEA
managing the Ethna Funds

Nr. 6 · juni 2017

MARKTCOMMENTAAR



“Draco dormiens nunquam titillandus”¹

Saaie markten gaan vaak hand in hand met zelfgenoegzaamheid. In die val willen we niet trappen. Daarom doen we er alles aan om waakzaam te blijven en willen we in de eerste plaats de volgende onbekende risicofactor identificeren die de markten uit koers zal brengen.



Inhoud >>

Editie 30 juni 2017

- >> “Draco dormiens nunquam titillandus”
- >> Macro-economische vooruitzichten



“Draco dormiens nunquam titillandus”¹

Saaie markten gaan vaak hand in hand met zelfgenoegzaamheid. In die val willen we niet trappen. Daarom doen we er alles aan om waakzaam te blijven en willen we in de eerste plaats de volgende onbekende risicofactor identificeren die de markten uit koers zal brengen.

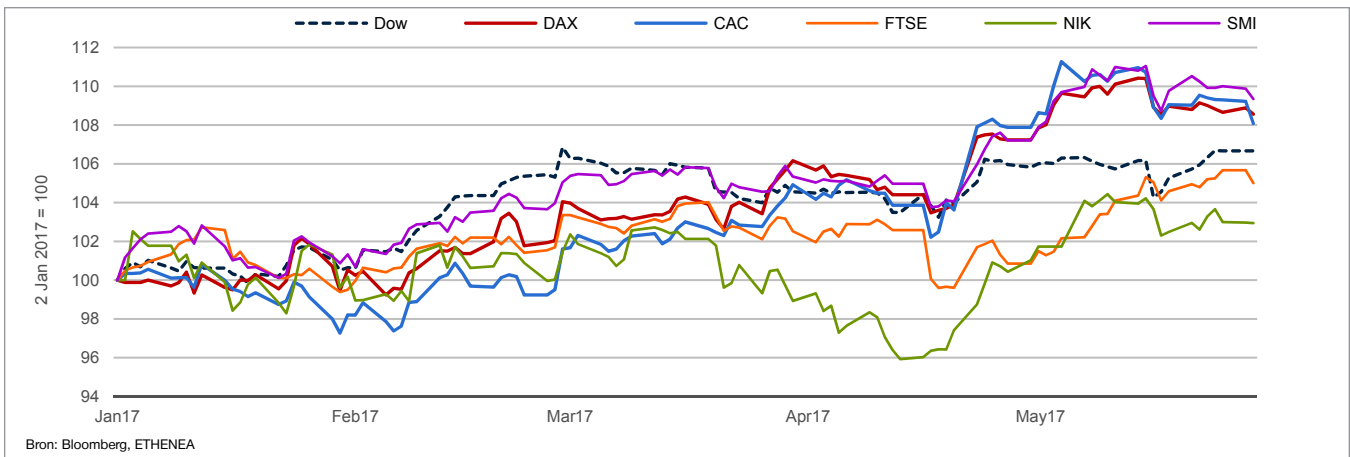
Ik heb de laatste tijd zoveel mensen horen mopperen dat de markten oersaai zijn. En eerlijk gezegd, zelf heb ik dat ook wel eens gedacht. Dat is onrustwekkend en heel gevaarlijk, want verveling gaat vaak samen met zelfgenoegzaamheid. Zoals ik de voorbije 30 jaar bij talrijke gelegenheden op de kapitaalmarkten heb geleerd, is dat laatste duidelijk het ergste. Zelfvoldane of al te zelfzekere risiconemers gaan uit van de verkeerde veronderstellingen. Zij hebben vaak een vertekend beeld van het risico-rendementsprofiel van hun markt.

Daarom is het cruciaal om altijd heel alert te blijven, nu nog meer zelfs dan in woelige tijden. *Kietel immers nooit een slapende draak*, wat ook de vertaling is van de titel van deze Marktcommentaar en de slogan van Zweinsteins Hogeschool voor Hekserij en Hocus-Pocus. Een beetje magie zou nuttig kunnen zijn om de

volgende breuklijn in de markten in een vroeg stadium te kunnen ontdekken, zodat we mogelijke verliezen kunnen beperken en misschien zelfs winst opstrijken. Als er één zekerheid is, is het duidelijk dat er gebeurtenissen zullen plaatsvinden die de markten uit koers zullen brengen. De politiek? Economische cijfers? Verandering van beleid? Alles kan.

Laten we even kijken naar verschillende marktvariabelen om te bepalen waar deze verveling vandaan komt. In grafiek 1 worden verschillende wereldwijde aandelenindexen vergeleken. Op de aandelenmarkten gaat het er duidelijk allesbehalve saai aan toe. De Europese indexen zijn dit jaar met 8 % gestegen. Het VK en de VS hinken achterop. Japan strompelt voort tegen iets meer dan 2 % voor dit jaar, maar was eerder gezakt tot -4 %. Heel wat actie dus, en zeker geen reden tot verveling.

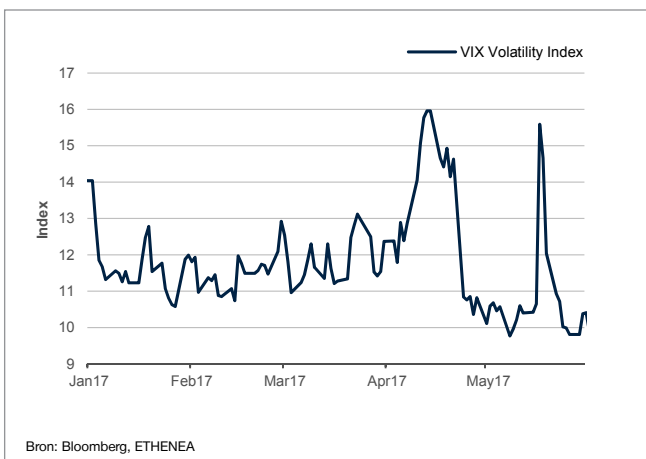
¹ Deze Latijnse zin betekent: “Kietel nooit een slapende draak”.



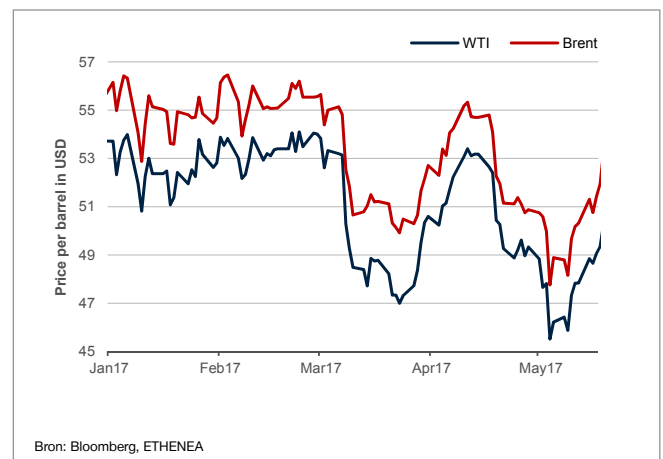
Grafiek 1: Vergelijking van een selectie van aandelenindexen

De volatiliteitsindex VIX wordt momenteel ook dicht bij zijn historische dieptepunten verhandeld, zoals blijkt uit grafiek 2. De twee lichte stijgingen hadden allebei te maken met politieke gebeurtenissen die verband hielden met enkele van de gênante momenten die de huidige Amerikaanse president Donald Trump veroorzaakt heeft. Vele verkopers van volatiliteit houden momenteel de index laag. Deze positie zal alleen maar gunstig zijn als er zich geen reële gebeurtenissen voordoen die de feitelijke volatiliteit flink doen toenemen. Duidelijk geen teken dat iemand zich zorgen maakt.

De prijs van ruwe olie, die in het verleden vaak aanleiding was om de aandelen en obligaties te herwaarderen, gedraagt zich sinds het begin van het jaar goed. Schommelingen van 10 % rond het centrale punt van USD 50 lijken niet buitensporig in een tijd dat de ruwe olie volop in de belangstelling staat, gezien de onderhandelingen over productieverlagingen. De lange termijn volatiliteit van deze olieprijs is in de loop van het jaar systematisch gedaald. Zonder verdere verrassingen aan het geopolitieke front, zal deze trend waarschijnlijk aanhouden.



Grafiek 2: Evolutie van de VIX-index



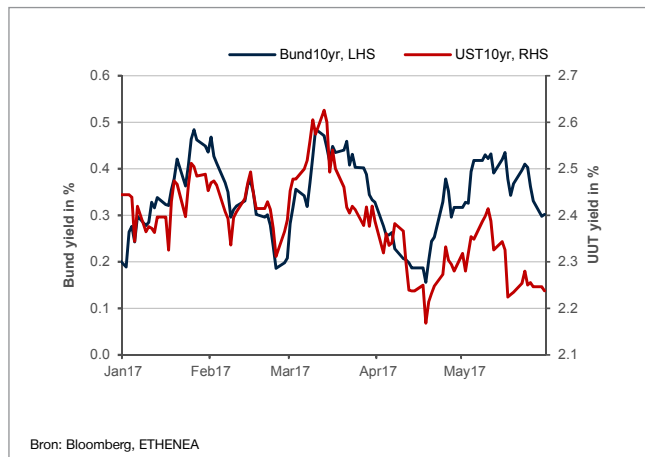
Grafiek 3: Evolutie van de olieprijsen

De eurodollarkoers, die het grootste deel van de zes maanden binnen een smalle bandbreedte tussen 1,04 en 1,09 is gebleven (grafiek 4), brak opwaarts uit doordat de markt de waarschijnlijkheid dat *Trumpflation* effectief realiteit zou worden opnieuw evalueerde. Hoewel dit op het eerste gezicht een nieuwe ontwikkeling lijkt, dooft het enthousiasme hierover vlug uit wanneer we kijken naar de langetermijngrafiek van de EURUSD-wisselkoers. Deze wisselkoers blijft al meer dan twee jaar steken in een bandbreedte tussen 1,04 en 1,15. Inderdaad, heel saai.

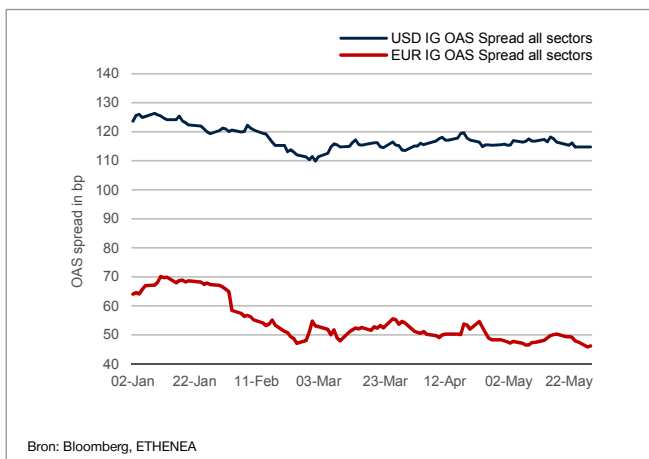
Ook de rentes op langer lopende obligaties blijven in een bandbreedte hangen. 10-jarige Bunds werden tussen de 0,2 % en 0,5 % verhandeld, terwijl hun tegenhangers uit de VS tussen de 2,20 % en 2,60 % vastzaten. Geen van de potentieel rampzalige politieke gebeurtenissen in Europa kon het keurslijf doorbreken dat gevormd werd door de bandbreedte van het rendement van de Duitse Bunds. Zelfs het wispelturige beleid van president Trump zorgde slechts voor kleine schommelingen in het rendement op Treasuries. Een snelle blik op de kredietreads in het universum van de



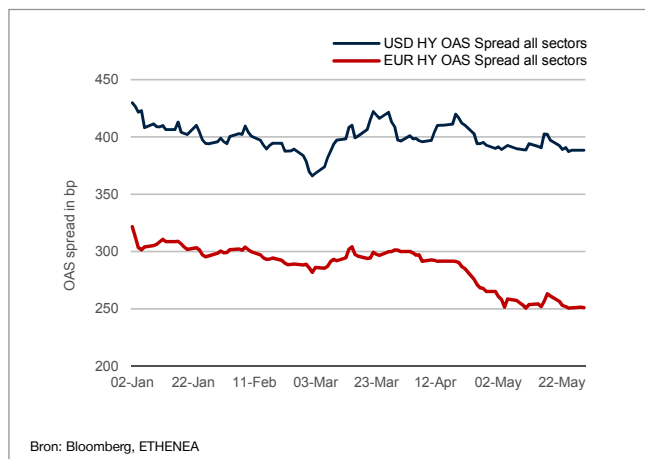
Grafiek 4: Evolutie van de EURUSD-wisselkoers



Grafiek 5: Evolutie van de rente van de 10-jarige Bund en Amerikaanse Treasuries



Grafiek 6: Investment Grade Option Adjusted Spread in EUR en USD



Grafiek 7: Non-Investment Grade Option Adjusted Spread in EUR en USD

investmentgrade-obligaties en de hoogrentende obligaties (grafiek 6 en 7) wijst op weinig actie. We kunnen slechts een kleine aanhoudende krimp van de spread waarnemen.

Kortom, het is gemakkelijk te begrijpen waar de waargenomen verveling vandaan komt. Afgezien van de trends op de aandelenmarkten blijven de meeste marktvariabelen die relevant zijn voor ons, binnen bepaalde bandbreedtes steken. Sommige zitten daar al vele maanden vast. Terugkeren naar het gemiddelde lijkt het motto van de voorbije maand te zijn. Hoewel iedereen met ook maar een greintje marktvering weet dat dit niet zal blijven duren, ligt het niet in de aard van de mens om waakzaam te blijven terwijl hij zit te kijken naar iets dat even boeiend is als het gras zien groeien.

Daarom is het belangrijker dan ooit zo om streng mogelijk in te gaan tegen zelfgenoegzaamheid. Ik blijf ervan overtuigd dat we een uitbraak van de obligatierentes zullen meemaken, zowel opwaarts (voor Bunds) als neerwaarts (voor Amerikaanse Treasuries). Een geslaagde afzetting van president Trump zou dit kunnen uitlokken. Een te agressieve Fed in tijden van economische zwakte, wat op een beleidsfout zou kunnen

wijzen, is een andere mogelijke oorzaak. Ook een terugkeer van bezorgdheid over de houdbaarheid van de Chinese schuld zou voor wereldwijde beroering kunnen zorgen. Het is met andere woorden duidelijk dat er vele potentiële rampgebieden zijn.

In elk geval hopen noch mijn collega's, noch ik dat het stramien doorbroken wordt. Het is beter om geen slapende draak wakker te maken, want zelfs in het huidige klimaat kunnen we nog positieve rendementen voor de fondsen genereren. Het is misschien wat saai, maar wel aangenamer dan brullende draken. In elk geval blijven we waakzaam en staan we op de uitkijk voor slapende draken. De eerste draken zullen we te zien krijgen bij de seizoensstart van onze favoriete tv-reeks *Game of Thrones* op 16 juli, maar ik ben niet zeker of die meetellen.



Auteurs >>

Guido Barthels
Portfolio Manager
ETHENEA Independent
Investors S.A.

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

Macro-economische vooruitzichten >>

Déjà vu

“In de VS bereikte de inflatie een nieuw hoogtepunt en daalde de werkloosheidsgraad tot 4,4 %, het laagste peil sinds de laatste recessie. Het bbp in de VS zal naar verwachting met 2,1 % toenemen en de voorlopende indicatoren blijven op groei wijzen, ook al verliezen zij een beetje momentum. Daarnaast bereikte de S&P 500 een nieuw hoogtepunt. In de eurozone bleef de inflatie binnen de comfortzone van de Europese Centrale Bank (ECB) en daalde de werkloosheid. Het bbp in de eurozone zal naar verwachting met 2,6 % stijgen en de voorlopende indicatoren kregen meer momentum. Ook de STOXX 600 bereikte een nieuw record. *Déjà vu?* Dit is in essentie dezelfde economische evaluatie als degene die we in juni 2007, precies tien jaar geleden, konden maken.

Zoals in de film *The Matrix* hebben we een *déjà vu*-gevoel. Voor het hoofdpersonage Neo is dat precies het moment waarop de matrix opnieuw geladen wordt en er een nieuwe sessie met nieuwe regels begint.

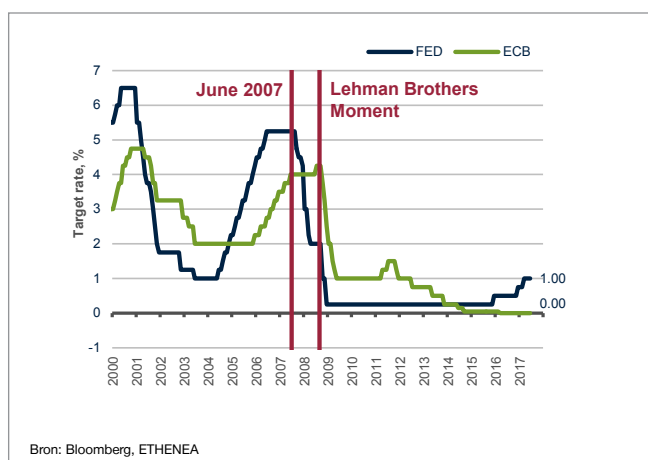
Een van de grote verschillen tussen toen en nu is de plaats die de centrale banken innemen. Hun omvang is de laatste tien jaar flink uitgebreid en de rentevoeten staan op een heel ander niveau (grafiek 8). In 2007 bedroeg de referentierente van de centrale banken in Europa 4 % en in de VS 5,25 %. Dat was het hoogste peil in de laatste cyclus, afgezien van de verhoging door Trichet. Deze is genoemd naar de vroegere voorzitter van

de ECB, die de rente nog eens met 0,25 % optrok, amper twee maanden voor de ondergang van Lehman Brothers.

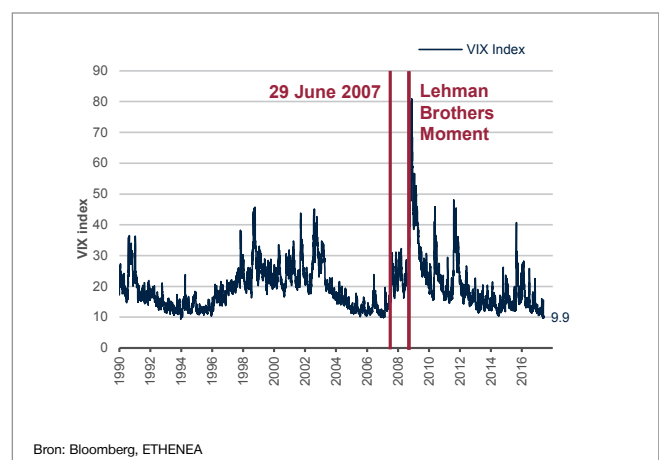
Met deze nieuwe regel in gedachten is het logisch dat we ons afvragen wat de centrale banken kunnen doen wanneer er zich nog eens een recessie voordoet en hoe een goed gediversifieerde portefeuille er vandaag uitziet. Inderdaad, staatsobligaties lijken in de toekomst niet de veilige activa bij uitstek, want hun vermogen om financiële schokken op te vangen is vandaag duidelijk beperkter dan tien jaar geleden.

Afgezien van de centrale banken en de nog steeds voortdurende gevolgen van de wereldwijde financiële crisis die de beleggers blijven achtervolgen, was juni 2007 een keerpunt dat ons leven en dat van de komende generaties veranderd heeft. De invloed daarvan op ons leven is nog immenser dan die van de financiële crisis. Op 29 juni 2007 werd de eerste iPhone aan het publiek aangeboden. Hij gaf vorm aan de revolutie op het internet en in de communicatie met één enkel voorwerp, dat symbool stond voor het grote vertrouwen en de zelfgenoegzaamheid van de jaren voor de financiële crisis.

In slechts enkele weken tijd werd dit vertrouwen stukgeslagen. Op 9 augustus 2007 “... bevroor [BNP Paribas] USD 2,2 miljard aan fondsen met als reden dat de ramp in de Amerikaanse sector van de subprime-hypotheken de financiële markten



Grafiek 8: Toen en nu



Grafiek 9: Zelfgenoegzaamheid of zelfvertrouwen

² Bron: <http://www.reuters.com/article/us-bnpparibas-subprime-funds-idUSWEB612920070809>

³ Bron: <https://group.bnpparibas/en/press-release/bnp-paribas-investment-partners-temporarily-suspends-calculation-net-asset-funds-parvest-dynamic-abs-bnp-paribas-abs-euribor-bnp-paribas-abs-eonia>

wereldwijd wakker heeft geschud.”²² “Door de volledige verdamping van de liquiditeiten in bepaalde marktsegmenten van de Amerikaanse securitisatiemarkt is het onmogelijk geworden om bepaalde activa correct te waarderen, ongeacht hun kwaliteit of kredietrating. De situatie is zodanig dat de onderliggende Amerikaanse ABS-activa niet langer juist gewaardeerd kunnen worden [...]. Daarom kunnen we geen betrouwbare intrinsieke waarde (“IW”) voor de fondsen meer berekenen.”²³ In december van hetzelfde jaar belandde de Amerikaanse economie in de zwaarste recessie sinds de Grote Depressie. Op 15 september 2008 ging Lehman Brothers failliet. De subprime-crisis werd toen echt internationaal. Ze dreef de wereldeconomie in een recessie en duwde de financiële markten in een berenmarkt.

Sinds de somberste uren van de wereldwijde financiële crisis is er al enorme vooruitgang geboekt en is het opmerkelijk hoe efficiënt de centrale banken en overheden de neerwaartse krachten die toen actief waren hebben kunnen omkeren.

Zoals Guido Barthels eerder al zei, is de VIX-index een maatstaf van angst en vertrouwen (of zelfgenoegzaamheid), een statistiek over de volatiliteit op de Amerikaanse aandelenmarkten. Deze index, die op het tijdstip van schrijven op 9,9 % staat, zoals geïllustreerd in grafiek 9, duikt voor de 14e keer in 27 jaar onder de 10 %. Dat wijst duidelijk op heel veel vertrouwen of zelfgenoegzaamheid. Eens te meer een *déjà vu*. Met andere woorden: het is een niveau dat we gemiddeld om de twee jaar meemaken, maar nu hebben we het in de laatste vier weken al vijf keer gezien.

Een periode van heel lage volatiliteit is absoluut geen indicatie dat er een grote crash op komst is. Toch herinneren de cijfers van juni 2007 ons eraan dat we ons niet in slaap mogen laten wiegen door economische en financiële gegevens. Niet omdat ze fout zijn, maar omdat ze plots kunnen veranderen.

Wat vandaag als een zekerheid wordt beschouwd, zou morgen twijfelachtig kunnen blijken. We moeten waakzaam blijven, het eerste gedeelte van deze Marktcommentaar reeds aangaf. De groei is robuust in de VS, de eurozone en China. De voorlopige indicatoren blijven aangeven dat er nog meer groei op komst is. De inflatie is laag en stabiel en het is weinig waarschijnlijk dat ze op korte termijn de comfortzone van de centrale banken zal verlaten. Over het algemeen blijft het monetair beleid over de hele lijn soepel, ondanks enige normalisatie. De globale conjunctuurcyclus zal waarschijnlijk niet verder verbeteren, maar hij zou langer kunnen aanhouden. We bevinden ons in een zogenoemde sweet spot.

Er is geen reden om een plotse verandering te verwachten en we denken dat de huidige economische situatie en het huidige marktklimaat nog enkele maanden zullen aanhouden. Zoals we in de vorige edities van onze Marktcommentaar geschreven hebben, blijft de lijst van geïdentificeerde risico's desondanks lang. Dan denken we onder meer aan Italië, dat een existentieel risico vormt voor de eurozone, de Amerikaanse economie, die geleidelijk aan vertraagt, en ten slotte China met zijn binnenlandse en internationale onevenwichtigheden (hoge binnenlandse schuld en neerwaartse druk op de munt). Het zijn allemaal risico's die we goed in het oog houden. Zij hebben minstens één gemeenschappelijke noemer: hun hoge schuldgraad, zowel privé als publiek. Als we naar één variabele moeten kijken, dan is het wel het niveau van de rentevoeten. *Déjà vu?* We zullen zien.

Auteurs >>

Yves Longchamp, CFA

Head of Research

ETHENEA Independent Investors (Schweiz) AG



Uitgever >>

Het Portfolio Management Team en het Head of Research



Zittend (van links naar rechts): Daniel Stefanetti, Guido Barthels, Luca Pesarini, Arnoldo 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 bij ETHENEA Independent Investors (Schweiz) AG & Thomas Herbert (*niet op de foto*).

Contact >>

Als u vragen of suggesties hebt, kunt u op elk gewenst moment contact met ons opnemen.

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 >>

De beleggingsfondsen in deze Marktcommentaar zijn Luxemburgse beleggingsfondsen (fonds commun de placement) die voor onbepaalde tijd opgericht zijn overeenkomstig Deel I van de Luxemburgse Wet van 17 december 2010 inzake instellingen voor collectieve belegging in effecten (de “Wet van 17 december 2010”). 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 deelbewijzen gelden de wettelijk voorgeschreven verkoopdocumenten (Essentiële Beleggersinformatie, verkoopprospectus en jaarverslagen), die gratis in het Engels verkrijgbaar zijn bij de beheermaatschappij van het fonds ETHENEA Independent Investors S.A., 16 rue Gabriel Lippmann, L-5365 Munsbach, en bij de vertegenwoordiger in Zwitserland: IPConcept (Schweiz) AG, In Gassen 6, Postfach, CH-8022 Zürich. De betaalagent in Zwitserland is DZ PRIVATBANK (Schweiz) AG, Münsterhof 12, Postfach, CH-8022 Zürich. 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, 30/6/2017.