



MARKTCOMMENTAAR



Reggae – made in Germany?

Het wordt spannend in Duitsland: de verkiezingsuitslag betekent dat er straks 7 partijen in het parlement zitten en er hoogst waarschijnlijk een Jamaica-coalitie gaat regeren. Hoewel de markten nauwelijks op de uitslag van de Bondsdagverkiezingen reageerden, is het duidelijk dat snel een nieuwe regering vormen belangrijk is aangezien Duitsland als grootmacht in Europa een leidende rol speelt in de verdere Europese integratie en samenwerking.



Inhoud >>

Editie van 30 september 2017

>> [Reggae – made in Germany?](#)

>> [Macro-economische](#)



Reggae – made in Germany?

Het wordt spannend in Duitsland: de verkiezingsuitslag betekent dat er straks 7 partijen in het parlement zitten en er hoogst waarschijnlijk een Jamaica-coalitie gaat regeren. Hoewel de markten nauwelijks op de uitslag van de Bondsdagverkiezingen reageerden, is het duidelijk dat snel een nieuwe regering vormen belangrijk is aangezien Duitsland als grootmacht in Europa een leidende rol speelt in de verdere Europese integratie en samenwerking.

Jamaica is, zoals bekend, de bakermat van de reggaemuziek. In Duitsland is de folk pop van *Helene Fischer* echter populairder dan de Duitse reggaeband *Seed*. En waar Helene Fischer, niet mijn persoonlijke favoriet is, ben ik in Duitsland hierover in de minderheid. Commercieel gezien was *Peter Fox*, de leadzanger van *Seed*, succesvoller wanneer hij de solo speelde. De titels *Haus am See* of *Stadtaffe* haalden zelfs de hitparades. Maar het grote geld wordt nog steeds verdiend met traditionele muziek. Duitsers zijn in het algemeen nu eenmaal een conservatief volk, dat gehecht is aan zijn *volksmuziek*.

Het resultaat van de Bondsdagverkiezing is dus dat er straks 7 partijen in het parlement zitten – het lijkt wel Italië. In Duitsland is zoiets voor het laatst in de periode 1953-1957 voorgekomen. Eigenlijk zien de Duitsers het liever wat overzichtelijker, maar we kunnen nu eenmaal niet steeds opnieuw stemmen totdat het resultaat iedereen bevalt. Aan de politici nu de taak om met deze uitslag een stabiele regering in elkaar te knutselen. De CDU/CSU hebben met 32,9 % van de stemmen een mandaat gekregen om een coalitie te vormen. Omdat de SPD, die als tweede eindigde (20,5 %), zich aan

zijn verantwoordelijkheid onttrekt en tegen de wil van de kiezer in weigert aan de coalitiebesprekingen deel te nemen, blijft in theorie alleen een zogeheten Jamaica-coalitie van CDU/CSU, FDP en de Groenen over. In gemeentebesturen is zo'n coalitie niet ongewoon, maar op deelstaatniveau is zij nog maar twee keer uitgeprobeerd (in Saarland en Schleswig-Holstein) en in de bondsregering is zij nog nooit vertoond. En daar zijn waarschijnlijk goede redenen voor. De verschillen tussen de verkiezingsbeloften van de CSU en de Groenen of tussen die van de FDP en de Groenen lijken voor een deel onoverbrugbaar. Ik kan me nauwelijks voorstellen dat er een werkbaar coalitieakkoord kan ontstaan waarin de belangrijkste punten van alle partijen vertegenwoordigd zijn. En alleen dan is zo'n akkoord voor de eigen achterban verdedigbaar. Maar dat is eerder een politieke discussie die niet in een Marktcommentaar thuishoort. Wij zijn ervan overtuigd dat Duitsland vóór het einde van het jaar een functionerende regering heeft, en dan maakt het uiteindelijk niet meer uit of het een Jamaica-akkoord of toch weer een grote coalitie van CDU/CSU en SPD wordt.

Het betekent wel dat de Europese grootmacht Duitsland voorlopig vooral met zijn eigen problemen bezig is en even niet beschikbaar is als verenigende kracht voor Europa.

Natuurlijk, ook Nederland, waar op 15 maart verkiezingen plaatsvonden, had op het moment van schrijven nog steeds geen nieuwe regering, en in België hadden ze er 541 dagen voor nodig; maar Duitsland is nu eenmaal – zonder daarmee de Belgen of Nederlanders te kort te willen doen – belangrijker, vooral in samenwerking met Frankrijk. Meer Europese integratie en samenwerking, zoals onlangs voorgesteld door de Franse president Macron, is alleen mogelijk als Duitsland meedoet. Wij vermoeden daarom dat de euro (tijdelijk) zal verzwakken, wat al zichtbaar wordt in zijn handelsgewogen koers (grafiek 1).



Grafiek 1: Handelsgewogen EUR

De gestage stijging van de euro ten opzichte van de USD (zie Marktcommentaar van september 2017) is inmiddels onderbroken (grafiek 2). Want in de laatste week van september presenteerde president Trump, snakkend naar een succes, eindelijk de plannen voor zijn lang verwachte *grandioze* belastinghervorming. Het kost weinig moeite om te zien dat het niet zozeer om een hervorming gaat, dan wel om belastingverlagingen voor het bedrijfsleven en de rijken, zonder enige indicatie over de manier waarop ze worden gefinancierd. Gezien de al enorme staatsschuld zal *deficit spending* waarschijnlijk niet de oplossing zijn waarop de meerderheid in het Congres zit te wachten. Wij gaan er daarom van uit dat de dollar uiteindelijk weer gaat dalen en we ons nu in een tussenfase bevinden.



Grafiek 2: EUR/USD

Afgezien van de rente op Griekse staatsobligaties hebben de financiële markten, zowel aandelen als obligaties, nauwelijks op de uitslag van de Bondsdagverkiezingen gereageerd. Wat opnieuw bevestigt dat de maatregelen en uitspraken van de centrale banken voor de kapitaalmarkten toch het belangrijkste. En daarop zal onze hoofdeconoom Yves Longchamp op de volgende bladzijden dieper ingaan.

Auteurs >>

Guido Barthels
Portfoliomanager
ETHENEA Independent
Investors S.A.

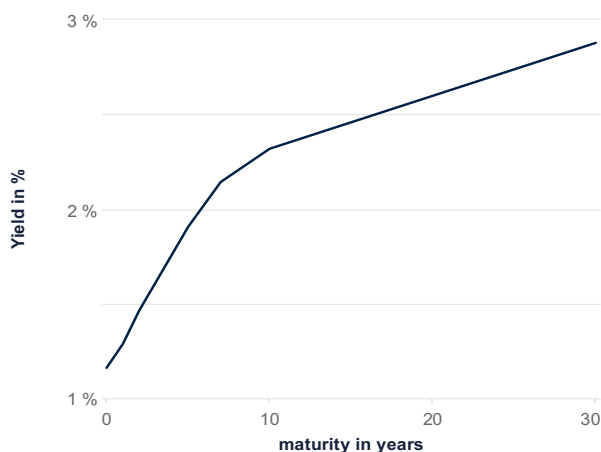
Yves Longchamp, CFA
Head of Research
ETHENEA Independent
Investors (Schweiz) AG

Macro-economische vooruitzichten >>

De rentecurve

James Carville, hoofdstrateeg voor de campagne van Bill Clinton bij de presidentsverkiezingen in 1992, zei ooit: “Vroeger dacht ik: ‘Als reïncarnatie bestaat, wil ik terugkomen als president, paus of honkbal-ster’. Nu zou ik liever de obligatiemarkt zijn: dan kun je iedereen intimideren.” We zitten in een fase van monetaire normalisering, waarin de centrale banken hun obligatieaankopen verminderen en zelfs hun balans beginnen te verkleinen. Dit lijkt ons een goede gelegenheid om de geheimen van de rentecurve te ontsluiten. Wat drukt de rentecurve precies uit? Wat is het nut ervan? Zijn de rentes in het licht van de sterke conjunctuur te laag? Of zijn ze, met het oog op de staatsschulden, juist te hoog?

Als we over de rentecurve spreken, bedoelen we de curve voor staatsleningen. Zoals onderstaande grafiek duidelijk maakt, laat deze curve de rentes zien die een overheid betaalt op obligaties met verschillende looptijden (grafiek 3). Omdat de rentecurve de risicovrije rente voor verschillende looptijden weergeeft, wordt hij door beleggers als basis voor de waardering en prijsvorming van verschillende activa gebruikt.



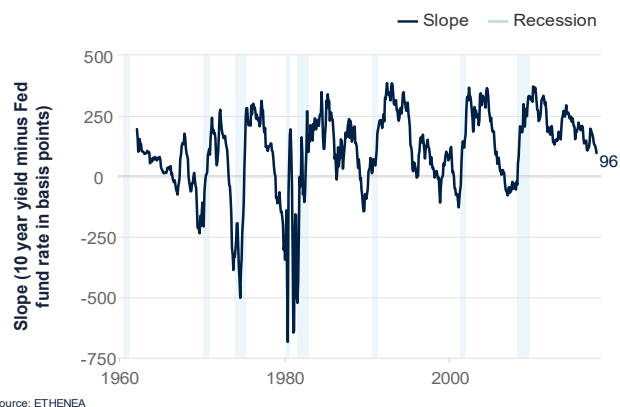
Source: ETHENEA

Grafiek 3: Rentecurve voor Amerikaanse staatsobligaties per 29 september 2017

Verwachtingstheorie

In het algemeen wordt aangenomen dat de rentecurve informatie geeft over de verwachte ontwikkeling van de korte rente (monetair beleid) en een andere, vrij obscure factor, de zogeheten liquiditeitspremie. De *hellingshoek* van de curve, die in wezen het resultaat is van het verschil tussen de korte en de lange rentes, krijgt door de verwachtingstheorie een bijzondere betekenis. Als de helling positief is, zoals bij de huidige rentecurve, en de lange rente met andere woorden hoger is dan de korte, gaan beleggers volgens deze theorie uit van renteverhogingen door de centrale banken. Zodoende zijn de conjunctuurvooruitzichten positief. In het omgekeerde geval wordt gesproken van een inverse curve. Deze duidt op pessimisme, omdat centrale banken de rente verlagen als de economie in een recessie zit. Zoals grafiek 4 laat zien, voorspelde de rentecurve in de afgelopen 50 jaar de recessies in de Verenigde Staten, omdat aan elke conjunctuurdaling een inverse curve voorafging. Dat betekent echter niet dat op elke inverse curve een recessie is gevolgd.

Volgens onze schattingen duidt de verwachtingstheorie in het licht van de huidige curve erop dat de korte rente over tien jaar circa 2,6 % zal bedragen, wat niet al te ver verwijderd is van het evenwichtsniveau van 2,8 % dat in de jongste prognoses van de Fed wordt genoemd. Vanuit dit oogpunt lijkt de rentecurve op het juiste niveau te liggen.



Source: ETHENEA

Grafiek 4: Helling van de Amerikaanse rentecurve en recessies van de Amerikaanse economie

Theorie van de rentestructuur

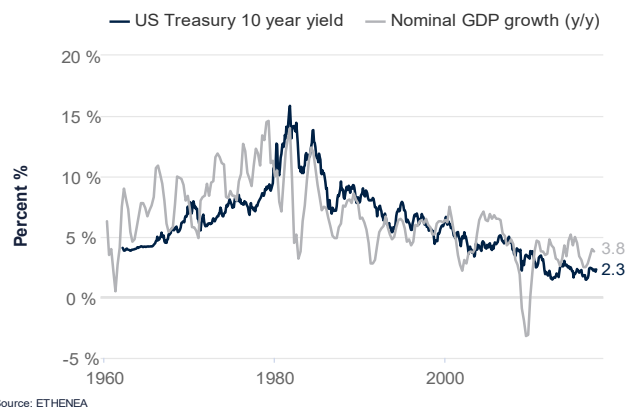
Volgens deze theorie heeft de rentecurve normaal gesproken een positieve helling omdat kredietverleners voor langere looptijden een hogere rente verwachten. Dit komt enerzijds door de onzekerheid over de toekomstige renteontwikkeling; anderzijds doordat langere looptijden betekenen dat kredietverstrekkers het uitgeleende geld gedurende langere tijd niet zelf kunnen gebruiken. Volgens de jongste schatting van de Federal Reserve Bank of New York is de liquiditeitspremie momenteel licht negatief. Dat betekent dat beleggers niet bij langere, maar bij kortere beleggingsperioden hogere vergoedingen verwachten. Deze situatie is ongewoon, maar deed zich al eens voor in de jaren 1960, toen de rente ook laag was (grafiek 5). Naar onze mening betekent dit dat de lange rentes te laag zijn.



Grafiek 5: Liquiditeitspremies VS

De Fishervergelijking

De bekende econoom Irving Fisher ontwikkelde een vergelijking, die inhoudt dat de rente gelijk is aan de inflatie plus de reële economische groei. Volgens deze vergelijking zou de nominale bbp-groei ongeveer overeen moeten komen met de lange rente. In de VS bedroeg de nominale economische groei de afgelopen drie jaar gemiddeld 4 % per jaar, terwijl de lange rente rond de 2 % schommelde. Op basis van de Fishervergelijking zijn de lange rentes dan ook te laag (grafiek 6).



Grafiek 6: Fishervergelijking

Houdbaarheid van schulden

Als we naar de schulden kijken, is de houdbaarheid in de economische theorie van groot belang. In deze benadering draait het om de combinatie van economische groei en renteniveau. De uitgangsgedachte is vrij rechttoe rechtaan en is als volgt samen te vatten: zolang het kapitaalrendement hoger is dan de kosten van de investering, is de schuld houdbaar omdat de opbrengst van de investering de kosten ervan dekt. Analoog hieraan geldt op macro-economisch niveau: zolang de nominale bbp-groei hoger is dan de kosten van de staatsschuld – dus de betaalde rente – is de schuldenlast van een staat houdbaar.

Vanuit deze vooronderstelling kan men de hoogste rente berekenen die een staat kan betalen voordat de schuld zijn maximale draagkracht overschrijdt. Volgens onze berekeningen is dit voor de VS 3,1 %, voor Japan 1,6 % en voor Duitsland 4,2 %, terwijl de lange rentes in deze landen respectievelijk 2,3 %, 0 % en 0,5 % zijn.

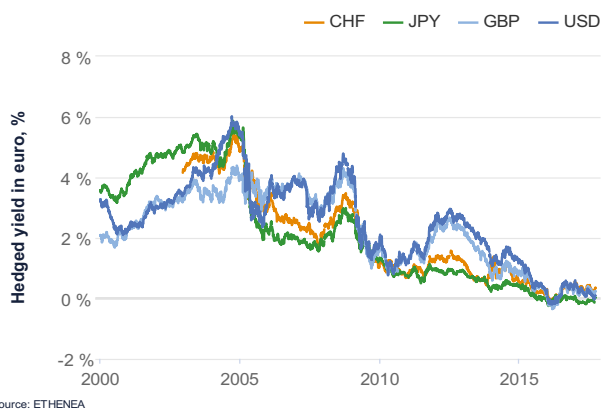
Op grond van deze cijfers is er ruimte voor een renteverhoging van minimaal 100 basispunten zonder dat de overheidsfinanciën in gevaar komen. Zodoende heeft de rentecurve ruimte om naar boven op te schuiven, al zal lang niet zo'n hoog niveau worden bereikt als voor de wereldwijde financiële crisis.

Arbitragevrijheid

Een andere manier om het renteniveau te beoordelen, vloeit voort uit een centraal concept uit de financiële theorie: arbitragevrijheid. Dat houdt in dat twee financiële activa die ten aanzien van risico, liquiditeit en rendement gelijk zijn, zonder arbitrage dezelfde prijs moeten hebben.

Een belegger die kan kiezen tussen een belegging in US-Treasuries en Duitse staatsobligaties zou zodoende, gecorrigeerd voor de kosten van de valuta-afdekking, in beide gevallen hetzelfde rendement moeten behalen (grafiek 7). En dat is precies wat we nu zien. Zodoende worden staatsobligaties wereldwijd consistent gewaardeerd. Hun rentecurves zijn zeer vergelijkbaar, en elke beweging in de ene curve zou gevolgen hebben voor alle andere curves.

Aangezien de rente in Duitsland in elk opzicht laag is, betekent dit dat de rente overal ter wereld zeer laag is.



Grafiek 7: Rente 10-jarige staatsobligaties met valuta-afdekking, in euro

Conclusie

Verskillende benaderingswijzen leiden tot andere conclusies. Afhankelijk van het gekozen perspectief zijn de lange rentes redelijk of te laag of is er ruimte voor een rentestijging. Maar, zoals verwacht, leidt geen van de vijf benaderingen tot de conclusie dat de rente te hoog is.

Daarom gaan wij er in overeenstemming met ons macro-economische scenario van uit, dat de lange rentes langzaam maar zeker zullen stijgen. Maar ze zullen waarschijnlijk niet zo hoog worden als voor de financiële crisis, omdat de enorme omvang van de staatsschulden dat niet toelaat. Kortom, de curve biedt ruimte voor een verschuiving naar boven.

Auteur >>

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



>> Wilt u video's van ons Head of Research bekijken?

U vindt ze onder **Video** op onze website.
ethenea.com/goto/videos



Uitgever >>

Het portefeuillemanagementteam 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 >>

Voor eventuele vragen of suggesties staan wij altijd tot uw beschikking.

ETHENEA Independent Investors S.A.
16, rue Gabriel Lippmann · 5365 Munsbach · Luxembourg
Telefoon +352 276 921-0 · Fax +352 276 921-1099
info@ethenea.com · ethenea.com

>> Wilt u video's van ons Head of Research bekijken?



U vindt ze onder **Video** op onze website.

ethenea.com/goto/videos

Belangrijk >>

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, 30.9.2017.