



ETHENEA
managing the Ethna Funds

Nr. 2 · februari 2017

MARKTCOMMENTAAR

Götterdämmerung

Zowel de kapitaalmarkten als de lage rente blijven ons in spanning houden. Daarom hopen we op een nieuw tijdperk waarin geld opnieuw waarde heeft.

Inhoud >>

Editie gepubliceerd op 31.01.2017

- > [Götterdämmerung](#)
- > [Macro-economische vooruitzichten](#)

info@ethenea.be | ethenea.be



Götterdämmerung

Zowel de kapitaalmarkten als de lage rente blijven ons in spanning houden. Daarom hopen we op een nieuw tijdperk waarin geld opnieuw waarde heeft.

Met de titel van deze Marktcommentaar verwijzen wij niet naar de finale van Richard Wagners vierluik *Der Ring des Nibelungen*, maar naar *Ragnarök*¹ uit de Noorse mythologie, of dus de ondergang van de (bestaande) goden, waaruit nadien iets nieuws kan ontstaan.

Hoewel wanneer dit wordt geschreven Donald J. Trump de eerste week als president van de VS doorstaan heeft, zij het met een zekere dosis aan schandalen, heeft de *Götterdämmerung*² niet met hem te maken. Jammer genoeg, moet je als liberaaldenkend mens bijna zeggen, maar dit wordt geen politiek pamflet.

Wij verwijzen eerder naar het feit dat ook in de eurozone de eerste tekenen van het einde van het ultragoedkope geld vroeg of laat in zicht komen. Meer bepaald het APP, het obligatie-opkoopprogramma van de Europese Centrale Bank, dat uiterst omstreden is bij de Deutsche Bundesbank, lijkt op zijn einde te lopen, ondanks de aangekondigde verlenging tot het einde van dit jaar. Het vaak besproken basiseffect van de prijs van ruwe olie zal vooral zichtbaar worden in de vorm van stijgende inflatie, in de eerste plaats in Duitsland en de andere kernlanden. Het zal bovendien als argument dienen om de volgens velen oneerlijke financiering van de landen in

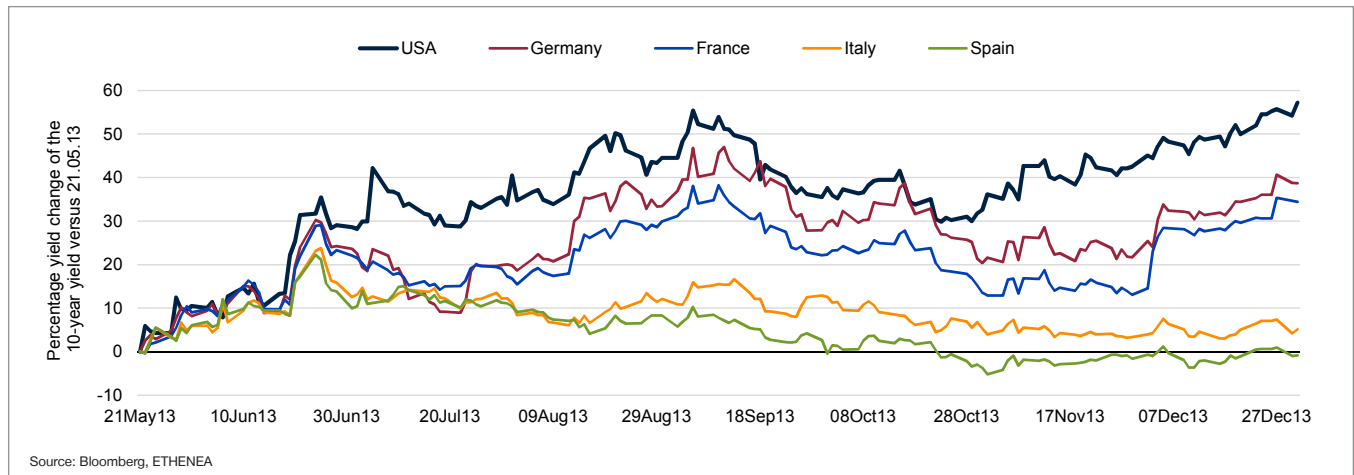
de Europese periferie stop te zetten. Dit begin van het einde van het ultrasoepele monetair beleid, dat zwaar gewogen heeft op de oorspronkelijke regels voor de bevoegdheden van de centrale bank, werd in de VS al ingezet op 21 mei 2013. Toen sprak toenmalig voorzitter van de Amerikaanse centrale bank Ben Bernanke over de mogelijkheid om het aantal ingekochte obligaties te verminderen. De daaropvolgende marktphase wordt taper tantrum genoemd. Alleen al het spreken over tapering, of het verminderen van het aantal obligatie-aankopen, heeft geleid tot een tantrum, een kinderlijke driftbui.

» Alleen al het spreken over tapering, of het verminderen van het aantal obligatie-aankopen, heeft geleid tot een tantrum, een kinderlijke driftbui. «

In de laatste week van januari waren er voor het eerst sinds lange tijd bij de Bundesbank weer stemmen te horen dat de omstandigheden op de kapitaalmarkt flink verbeterd zijn. De verstoring van het zogenaamde transmissiemechanisme en het gevaar van een langdurige deflatie zijn van het toneel verdwenen. Men zou er dus goed aan doen om weldra voorzichtig een einde te maken aan het ultrasoepele monetair beleid.

¹ In de Noordse mythologie betekent Ragnarök het lot van de heersende machten, maar dit werd historisch gereduceerd tot de betekenis van ondergang van de goden (en de wereld).
Bron: <https://nl.wikipedia.org/wiki/Ragnarok>

² In het Nederlands: godendeemstering



Source: Bloomberg, ETHENEA

Grafiek 1: Procentuele rentewijziging van 10-jarige staatsobligaties sinds de aankondiging van de tapering op 21 mei 2013

Grafiek 1 geeft de relatieve ontwikkeling weer van de rente op 10-jarige Amerikaanse staatsobligaties na de genoemde redevoering van Bernanke in mei 2013 tot het einde van dat jaar. De stijging met 50% ten opzichte van een beginrente van nauwelijks 2% (3% op het einde van het jaar) werd slechts gedeeltelijk gevolgd door de kernmarkten van Europa, terwijl ze de landen uit de Europese periferie volledig onberoerd liet. Wij menen dat dit alleen maar mogelijk was doordat de Europese Centrale Bank verder tegen de (aangekondigde) stroom van de Amerikaanse Fed inzwom en haar monetaire sluisen nadien zelfs verder openzette. Alleen als de laatste dagen van januari 2017 het begin van een Europese exit zouden kenmerken, dan zullen de reacties waarschijnlijk sterker uitvallen. Maar een stijging met 50%, zoals in de VS in 2013 – wat de Duitse bunds toch op 0,7%, de Franse OAT's op 1,5%, de Spaanse bono's op 2,4% en de Italiaanse BTP's op 3,1% zou brengen – lijkt al te optimistisch.

» Wij geloven eerder dat een terugkeer naar de normale situatie veel grotere rentestijgingen met zich mee zou brengen. «

Wij geloven eerder dat een terugkeer naar de normale situatie veel grotere rentestijgingen dan dat met zich mee zou brengen. Kijk even naar de Duitse bunds; halfweg 2013 bedroeg de Duitse inflatie, net als nu, 1,9%. De 10-jarige obligaties leverden echter 1,5% op, meer dan driemaal zoveel als nu. Terwijl de inflatie in 2013 daalde, neemt ze nu om bekende redenen toe. Zonder de kunstmatige ondersteuning van de aankopen door de ECB kunnen we ervan uitgaan dat de rente op Duitse staatsobligaties minstens zal stijgen tot op het niveau van de Duitse inflatie, die na het basiseffect door de gestegen olieprijs in het eerste halfjaar van 2016, tegen het einde van 2017 zal optreden. Wij verwachten hier een niveau tussen 1,5% en 2%.

Mocht de rente op Duitse staatsobligaties weer opklimmen tot 2%, dan kunnen we ons bij de huidige schuldgraad van de

eerder genoemde landen bijzonder moeilijk voorstellen dat bijvoorbeeld Spaanse bono's slechts 2,4% rente zouden opleveren. In dat geval lijken rentes boven 3% heel wat waarschijnlijker. De Italiaanse BTP's zouden vanwege hun aanzienlijk hogere schuldgraad en dus hun hogere rentegevoeligheid zeker nog meer schade lijden. Yves Longchamp, ons Head of Research, zal in het macrodeel van deze Marktcommentaar wat dieper ingaan op de schuldproblematiek.

Wij hopen dat we werkelijk een Götterdämmerung meemaken, of met andere woorden de Ragnarök van de goden van het zinloze geld, en dat na alle woelige gebeurtenissen een nieuw tijdperk aanbreekt waarin geld weer waarde heeft en rente oplevert. In deze nieuwe rentewereld zou sparen ook weer zin hebben. Risico's zouden weer correct gewaardeerd worden. Daarnaast zou het begrip *Time Value of Money* meer dan een theoretische betekenis krijgen. En Günther Schild, de sprekende schildpad die het reclame-icoon was van de Duitse Finanzagentur, en die eind 2012 het tijdelijke met het eeuwige verwisselde, zou misschien een charmante comeback kunnen krijgen.

In elk geval verkiezen wij veruit de Ragnarök boven het vaak gevreesde armageddon.

Auteurs >>

Guido Barthels

Portfolio Manager
ETHENEA Independent
Investors S.A.

Yves Longchamp, CFA

Head of Research
ETHENEA Independent
Investors (Schweiz) AG

Macro-economische vooruitzichten >>

The good

Sinds het begin van het jaar zijn de economische cijfers over het algemeen gunstig. In de VS en in de eurozone wijzen de voorlopende indicatoren op een herstel van de industriële sector en beweegt ook het consumentenvertrouwen in de juiste richting. Bovendien keert de inflatie terug. Deflatie en seculiere stagnatie, twee onderwerpen die de beleggers twaalf maanden geleden bezighielden, zijn nu vervangen door optimisme. De Dow Jones Industrial-index overschreed voor het eerst in de geschiedenis het symbolische niveau van 20.000 punten en de rente op staatsobligaties steeg opnieuw dankzij de reflatie. Bij de Federal Reserve (Fed) en de Europese Centrale Bank (ECB) wint het idee om de economie minder te stimuleren veld. In de VS houdt de Fed gesprekken om de omvang van haar balans van USD 4,5 biljoen te reduceren. Ook in Europa is er sprake om het tempo van de obligatie-inkopen terug te schroeven. Ook al heeft Mario Draghi herhaaldelijk

„ Bij de Federal Reserve en de Europese Centrale Bank wint het idee om de economie minder te stimuleren veld. “

gezegd dat dit idee nog niet eens is besproken, is *tapering*, oftewel een daadwerkelijk afbouw van de obligatie-inkopen, een mogelijkheid geworden.

We zijn blij met deze recente ontwikkelingen, maar zijn maar half overtuigd van de opmerkelijke ommekeer die de beleggers sinds de verkiezing van Donald Trump hebben gemaakt. Ten eerste zijn de voorlopende indicatoren misschien wel verbeterd, maar heeft de industriële productie die trend niet gevolgd. Volgens ons hoofdsценario bevinden de ontwikkelde economieën zich in de eindfase van de conjunctuur. Ten tweede herstelt de inflatie zich inderdaad, maar alleen dankzij het basiseffect van de olieprijsen. De kerninflatie, een maat voor de onderliggende inflatie die de prijzen voor energie en levensmiddelen buiten beschouwing laat, is zo goed als ongewijzigd gebleven. Ten derde zijn de gevolgen van de twee belangrijke internationale politieke gebeurtenissen van 2016 nog niet duidelijk. Om maar één onderwerp op het gebied van internationale handel te noemen: het Verenigd Koninkrijk bevindt zich in niemandsland en de Verenigde Staten in de handen van een *sterke man*; de toekomst van beide landen is onzeker en onduidelijk, en hun leiders zullen waarschijn-

lijk niet in staat zijn om hun beloften van enkele maanden geleden waar te maken. Ten vierde is de Europese politieke

„ De inflatie herstelt zich inderdaad, maar alleen dankzij het basiseffect van de olieprijsen. “

agenda zwaarbeladen, met Franse en later op het jaar Duitse verkiezingen. Daarnaast zijn in Italië ook nieuwe vervroegde verkiezingen, waarvan de datum nog onzeker is, mogelijk. Globaal genomen is er veel kans op enige teleurstelling.

The bad

ECB-voorzitter Mario Draghi heeft samen met zijn raad van bestuur besloten om de financiële markten tot het einde van het jaar te blijven overspoelen met goedkope en overvloedige liquiditeiten. De kwantitatieve versoepeling duurt nog minstens tot december 2017 voort, en langer indien nodig. Dit beleid stelt de meeste leden van de eurozone tevreden, maar Duitsland, en met name Sabine Lautenschläger, lid van de directie van de ECB, ziet het anders: “De inflatie in de eurozone is flink gestegen – van 0,6% in november tot 1,1% in december. In Duitsland bedroeg de inflatie in december zelfs 1,7%. [...] Alle voorwaarden voor een gestage stijging van de inflatie zijn aanwezig. Ik ben dus optimistisch en denk dat we ons binnenkort kunnen buigen over de vraag hoe het beleid kan worden afgebouwd.”³ Mario Draghi heeft weliswaar tijdens de laatste persconferentie van de ECB luid en duidelijk gezegd dat het afbouwen van het beleid, of met andere woorden de *tapering*, nog niet eens besproken was. Toch is het onderwerp op tafel gebracht en zal het naar gelang de inflatie in de eurozone in het algemeen en in Duitsland in het bijzonder opnieuw aan de orde komen.

De implicatie van een *tapering* voor de eurozone is een existentiële vraag, die veel verder reikt dan het monetair beleid, omdat de eurozone in zijn huidige toestand niet is opgewassen tegen hogere rentevoeten. Dat is een systeemrisico.

Op 22 mei 2013 maakte Ben Bernanke, toenmalig voorzitter van de Fed, zijn plannen voor een strenger monetair beleid bekend, een maatregel die eigenlijk een half jaar later, in december van datzelfde jaar, werd uitgevoerd. Maar in die tijd

³ Bron: http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2017/html/sp170124_1.en.html

verdubbelde de benchmarkrente op 10-jarige Amerikaanse Treasuries tot 3%. Als de komende maanden in Europa een tapering⁴ zou worden aangekondigd, zal dit gepaard gaan met een flinke correctie van alle Europese staatsobligaties. Stel u voor, zoals onze portefeuillebeheerder Guido Barthels in de eerste pagina's van deze Marktcommentaar deed, dat de

» De implicatie van een tapering voor de eurozone is een existentiële vraag, die veel verder reikt dan het monetair beleid. «

rentes op staatsobligaties in Europa even sterk zouden stijgen als in de VS. Dan zou de rente in Duitsland oplopen tot 2%, in Frankrijk tot 2,5%, in Spanje tot 3,1%, in Italië tot 3,8% en in Portugal tot 6,5%. Volgens onze analyse zijn dergelijke rentevoeten onhoudbaar voor de meest kwetsbare Europese landen. Zij zouden dan ook een terugkeer van de eurocrisis kunnen uitlokken.

De logica van deze vergaande conclusie, die we in eerdere Marktcommentaren hebben uitgelegd, is als volgt: Stel dat de staten bereid zijn hun schulden af te betalen, dan hangt de houdbaarheid van hun schulden af van hun financiële draagkracht, vaak geanalyseerd aan de hand van de schuld/bbp-ratio. Zoals de naam al zegt, bepaalt deze ratio de verhouding van de hoeveelheid schuld in de teller tot het nominale bbp in de noemer. In de vijf hierboven geselecteerde landen varieert de schuld/bbp-ratio volgens de cijfers van de OESO van 75% in Duitsland tot 160% in Italië.

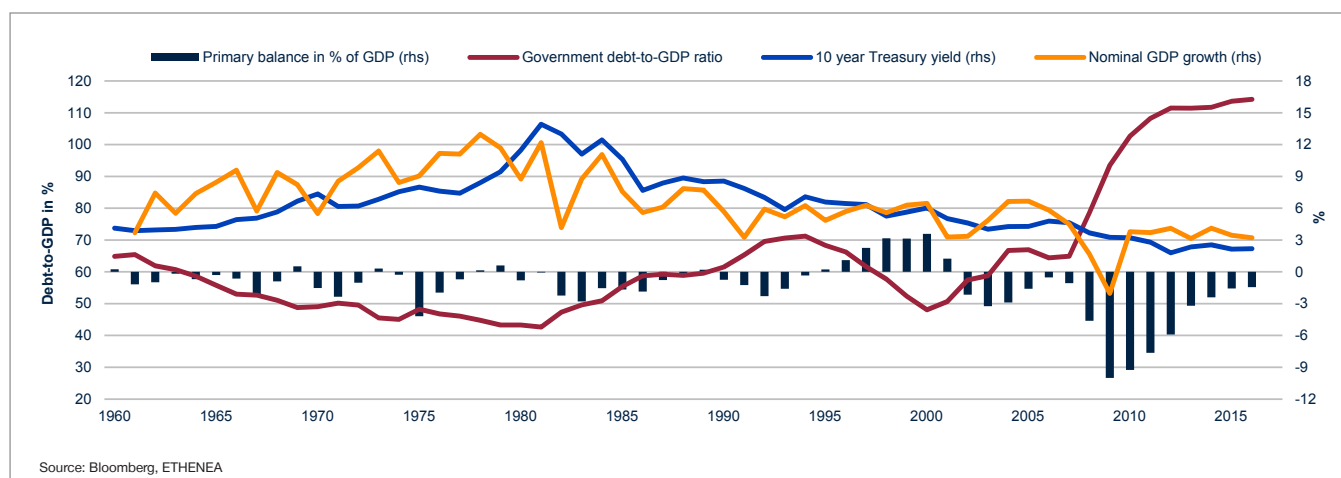
De dynamiek van de schuld/bbp-ratio is afhankelijk van drie variabelen: de herfinancieringskosten, de nominale bbp-groei en het begrotingsbeleid, dat gemeten wordt aan de hand van het primaire saldo. In financieel kwetsbare landen zijn

bezuinigingen op de begroting geen optie om de schuldratio te stabiliseren. Bezuinigingen doen inderdaad meer kwaad dan goed, want zij zorgen meestal voor een vertraging van de nominale bbp-groei, wat uiteindelijk leidt tot een hogere schuld/bbp-ratio. De belangrijkste variabele is in feite het verschil tussen de herfinancieringskosten en de nominale bbp-groei.

Om een voorbeeld te nemen uit een andere tijd en een ander land: hoge herfinancieringskosten waren geen probleem in de jaren 60 en 70 in de VS. In deze twee decennia steeg de rente op 10-jarige staatsobligaties uit de VS van 4% tot meer dan 10% en de ratio staatsschuld/bbp daalde van 65% tot 42%, zoals blijkt uit grafiek 2. Hoewel dat op het eerste gezicht verrassend lijkt, is de achterliggende reden duidelijk: de nominale bbp-groei was hoger dan de herfinancieringskosten van de schuld. Aangezien de noemer – het nominale bbp – sneller steeg dan de teller – de schuld –, daalde de schuld/bbp-ratio. Merk op dat de VS in deze periode in oorlog was met Vietnam en voortdurend primaire tekorten opliep.

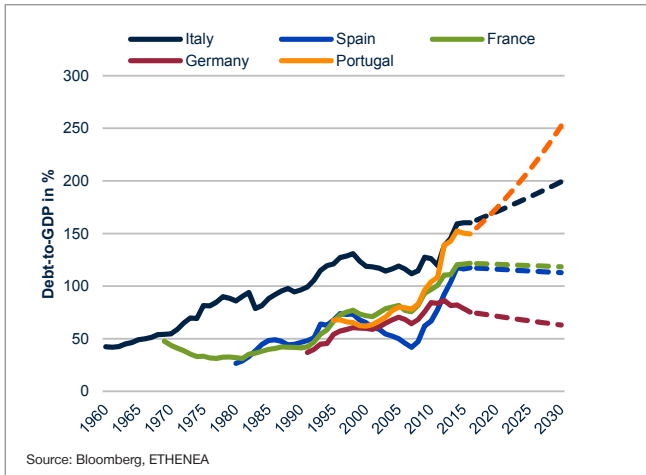
Dit voorbeeld uit het verleden heeft ons geleerd dat wanneer de herfinancieringskosten (de staatsrente) lager zijn dan de nominale bbp-groei, de schuld/bbp-ratio daalt, zelfs in periodes met een primair tekort. Het tegengestelde is ook waar. In periodes met een streng monetair beleid, zoals in de jaren 80, toen Paul Volcker de inflatie versloeg, was de staatsrente hoger dan de nominale groei en steeg de Amerikaanse schuld/bbp-ratio. Een hoge nominale groei in combinatie met lage herfinancieringskosten is een doeltreffende manier om de schuldratio te doen dalen.

Volgens de huidige economische-consensusprognose van Bloomberg zou een strenger monetair beleid, zoals in het door ons voorgestelde scenario, Italië en Portugal in gevaar brengen, zelfs al zouden beide landen tijdens de komende



Grafiek 2: Ups en downs van de schuld/bbp-ratio van de VS

⁴ Bron: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/bernanke20130522a.htm>



Grafiek 3: Evolutie van de schuld/bbp-ratio

Countries	Debt-to-GDP		2017-2030 assumptions		
	2016	2030	Nominal growth	Yields	Primary deficit
Italy	160 %	199 %	2.20 %	3.80 %	0 %
France	122 %	118 %	2.70 %	2.50 %	0 %
Germany	75 %	63 %	3.30 %	2.00 %	0 %
Portugal	150 %	252 %	2.60 %	6.50 %	0 %
Spain	117 %	113 %	3.40 %	3.10 %	0 %

Grafiek 4: Veronderstellingen en implicaties van een Europese tapering*

jaren erin slagen hun begroting in evenwicht te brengen. In grafiek 3 hebben wij de evolutie van de schuld/bbp-ratio voor een aantal landen tot 2030 uitgezet. Daarbij zijn wij ervan uitgegaan dat de rente op het niveau blijft van ons tapering-scenario, dat de nominale bbp-groei vanaf 2018 ongewijzigd blijft – met andere woorden: er wordt geen recessie verwacht – en dat de landen uiteindelijk elk jaar een primair evenwicht zullen bereiken (Grafiek 4 geeft een overzicht van onze veronderstellingen en implicaties).

Hoewel Portugal een indrukwekkender schuldtraject heeft gevolgd dan Italië, beschouwen we Italië als een groter risico voor de eurozone. Uitgedrukt in euro is de Italiaanse schuld goed voor EUR 2.360 miljard, ruwweg tien maal de Portugese schuld, die met EUR 239 miljard kleiner is dan de Griekse schuld (EUR 322 miljard). Na de VS en Japan is Italië het land met de derde grootste staatsschuld ter wereld. Italië is *too big to fail* (te groot om failliet te gaan) en vormt dus een systeemrisico voor de eurozone als geheel.

The ugly

De eurozone was kwetsbaar en werd *in extremis* gered door de ECB op 26 juli 2012, toen Mario Draghi zei: “*Binnen ons mandaat is de ECB bereid alles te doen wat nodig is om de euro te behouden. En geloof me, dat zal voldoende zijn.*”⁵ Hoewel de uitspraak *alles wat nodig is* de aandacht trok, geeft *binnen ons mandaat* de feitelijke grens aan van de interventieflexibiliteit van de ECB. Zolang de inflatie laag blijft, wordt met een beleid van lage rente en kwantitatieve versoepeling in feite de dubbele doelstelling nagestreefd van stabiliteit van zowel de prijzen als het systeem. Het probleem met stijgende inflatie is dat dit broze evenwicht er uiteindelijk door in gevaar wordt gebracht.

De eurozone is kwetsbaar; zij heeft geen beduidende vooruitgang geboekt op het gebied van politieke en fiscale integratie of structurele hervormingen. Daarom heeft ze meer dan ooit een versoepelingsgezinde centrale bank nodig die haar ware aard laat zien zodra de inflatie aantrekt. In Europa heersen twee

concurrerende visies op centrale banken. Enerzijds de juridische visie, vertegenwoordigd door Sabine Lautenschläger, een advocate van opleiding. Zij wil zorgen dat de centrale bank haar mandaat respecteert en er alles aan doet om de prijsstabiliteit

„ Italië is *too big to fail* en vormt dus een systeemrisico voor de eurozone als geheel. “

te garanderen. Anderzijds de economische visie van Mario Draghi, een economist van opleiding. Hij heeft van nature de neiging om te zorgen dat de centrale bank er alles aan doet om het financiële systeem in stand te houden, met zijn instellingen, overheden, markten en munten. Indien de inflatie echt terugkomt, zullen deze twee visies in een gevaarlijk tapering-spel recht tegenover elkaar komen te staan.

Als deze analyse juist is, zal de Italiaanse rente het niveau van de risicovrije rente bepalen, en niet Duitsland of de VS. Aangezien Italië *too big to fail* is vanwege haar bijdrage aan het systeemrisico in de eurozone, zal de eurozone *risicovrij* blijven zolang de Italiaanse rente onder de nominale bbp-groei blijft. Wij verwachten dat deze laatste de komende jaren de 2,2 % zal bereiken, wat overeenstemt met het niveau van de rente van Italiaanse 10-jarige obligaties op het moment van schrijven. Mogelijk hebben wij het hoogste peil van de risicovrije rente voor dit jaar dus al bereikt.

Auteur >>

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

⁵ Bron: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html>



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;
Staannd (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 & Thomas Herbert (*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, 31.01.2017.