



**ETHENEA**  
managing the Ethna Funds

Nr. 7 · juli 2017

# MARKTCOMMENTAAR



## Déjà vu

De markten herinneren ons een beetje aan de tijd vóór de financiële crisis: hoge aandelenwaarderingen, heel lage kredietpremies en meer dan twijfelachtige emittenten op de kapitaalmarkten! Ook deze keer. Argentinië slaagt erin voor 100 jaar geld te lenen op de kapitaalmarkten aan een rentevoet van 7,125 %! Maar wat is er nu anders dan in 2007?



## Inhoud >>

Editie van 30 juni 2017

>> Déjà vu

>> Macro-economische vooruitzichten

info@ethenea.be | ethenea.be



## Déjà vu

**De markten herinneren ons een beetje aan de tijd vóór de financiële crisis: hoge aandelenwaarderingen, heel lage kredietpremies en meer dan twijfelachtige emittenten op de kapitaalmarkten! Ook deze keer. Argentinië slaagt erin voor 100 jaar geld te lenen op de kapitaalmarkten aan een rentevoet van 7,125%! Maar wat is er nu anders dan in 2007?**

Het einde van het eerste halfjaar van 2017 zorgde voor interessante verrassingen. Het kredietrisico wordt opnieuw volledig verkeerd beoordeeld en het risico van een renteverhoging in de eurozone wordt veel te hoog gewaardeerd.

Risicopremies voor bedrijfsobligaties en andere kredietproducten bevinden zich op hun absolute dieptepunt, en dat in alle markten. Dat is in eerste instantie enigszins verontrustend, maar ergens ook wel te begrijpen omdat we momenteel erg lage wanbetalingscijfers noteren. Daarnaast helpen de lage herfinancieringskosten bedrijven ook om hun schulden vlot af te lossen. Veel verontrustender is het feit dat Argentinië er op 19-06-2017 in geslaagd is om bijna USD 3 miljard te lenen op de kapitaalmarkt. Voor 100 jaar! Tegen minder dan 8 % rente! Sinds de onafhankelijkheid in 1816 is Argentinië erin geslaagd van een van de rijkste landen ter wereld te veranderen in een land dat meer dan 7 keer failliet is gegaan. In 2001 beleefde Argentinië met meer dan USD 100 miljard het grootste staatsbankroet aller tijden<sup>1</sup>. De poging om tot een akkoord te komen heeft in 2014 tot een technische faillissement geleid. Desondanks zijn er genoeg wanhopige zielen die het aandurven om met dit soort beleggingen geld te proberen verdienen. Hoe daarentegen, dat begrijp ik nog

niet helemaal. Het argument dat gebruikt wordt, dat men de coupon van 7,125 % gewoon 15 jaar lang moet houden om zijn geld terug te krijgen, is volgens mij geen goed argument. Tenslotte zou ik dan ook alleen mijn geld terugkrijgen in USD, hetgeen mij als euro-belegger slechts beperkt helpt. De feitelijke rendementen in euro liggen echter eerder rond 5 % per jaar na valuta-afdekking. Nu heeft de belegger al 20 jaar nodig voordat “hij zijn geld terugkrijgt”.

Als men nu bekijkt wat de CDS-markt (credit default swap) over Argentinië zegt, dan kan al snel worden vastgesteld dat de bescherming tegen het kredietrisico op 10 jaar voor Argentinië meer dan 400 basispunten kost, wat betekent dat de kans op wanbetaling 44 % bedraagt. Er zou dan echter 20 jaar lang geen wanbetaling mogen zijn om in ieder geval geen geld te verliezen, hetgeen toch alleen een minimumdoelstelling kan zijn. Hieruit dient niet te worden geconcludeerd dat bepaalde namen of risico's principieel moeten worden vermeden, maar de prijs voor het desbetreffende risico moet wel evenredig zijn. 7,125 % per jaar voor 100 jaar Argentinië-*risico* in USD lijkt echter wel veel te weinig.

Hoe men het ook draait of keert, in enkele marktsegmenten is de markt weer hopeloos aan het overdrijven. Bij degenen die

<sup>1</sup> Griekenland telt hier niet omdat het land sinds de invoering van de euro nu eenmaal niet officieel bankroet is gegaan.

oud genoeg zijn, komen de herinneringen aan de tijd vóór de financiële crisis weer naar boven. Ook toen werden de kansen op wanbetaling volledig onderschat en verkeerd ingecalculeerd. De aanpassing naar correcte prijsniveaus gebeurde willekeurig en leidde tot overdrijvingen in de andere richting. Met alle bekende gevolgen van dien.

De huidige situatie kan natuurlijk niet volledig met 2007 worden vergeleken. De markten zijn sterker gereguleerd, de banken en verzekeringen veel beter gekapitaliseerd en de centrale banken en de toezichhoudende autoriteiten spelen een grotere rol. Bovendien zou het geen verbazing wekken als er in de komende maanden, net als aan het begin van vorig jaar, een duidelijke correctie op de kredietmarkten te zien zou zijn. De oorzaak voor zo'n sell off kan iets kleins zijn, zoals de spreekwoordelijke vleugelslag van een vlinder uit de chaostheorie (Edward N. Lorenz). De lange fase van relatieve rust, die ook weerspiegeld wordt door de lage niveaus van de volatiliteitsindexen op de aandelenmarkten, leidt bijna onvermijdelijk tot grotere angst bij de marktdeelnemers. Ze dommelen een beetje in en worden opgeschrikt door het gordijn dat beweegt door de wind. Een thema dat wij al vaker hebben besproken. Om te voorkomen dat de verkeerde beslissingen worden genomen, moet men de risico's altijd opnieuw afwegen.

Nu kan ik deze Marktcommentaar niet afsluiten zonder in te gaan op het reeds vermelde risico van de renteverhoging. De verklaringen van Mario Draghi in Sintra tijdens de laatste week van juni waren voor de kapitaalmarkten de reden om hun renteverwachtingen bij te stellen. Op de Europese en Amerikaanse obligatiemarkten corrigeerde het papier op 10 jaar binnen enkele dagen met 20 basispunten omhoog. Dit stemt overeen met een neerwaartse correctie van gemiddeld 1,50 prijspunten. In een tijd waarin men al blij mag zijn met kleine winsten, is dat een duidelijke tegenslag voor het

jaarrendement van veel professionele beleggers. Het gaat hier inderdaad natuurlijk maar om heel kleine bewegingen die enkel voor opwinding zorgen omdat de periode ervoor zo saai verliep. Maar zijn ze dan eigenlijk wel gerechtvaardigd? Draghi zei alleen maar hardop wat iedereen reeds wist. Europa bevindt zich op een gezond groeipad en het einde van onconventionele maatregelen is in zicht. Het duurt echter zeker nog enkele kwartalen voordat de rente echt verhoogd wordt. Rente op Duitse staatsobligaties die 100 basispunten lager ligt dan het inflatiepercentage heeft op termijn ook eigenlijk geen zin voor beleggers. Het is duidelijk dat na de normalisering van de geldmarkt ook een zekere normalisering van de rente zal volgen. In de Verenigde Staten heeft de centrale bank reeds vier renteverhogingen doorgevoerd, zonder enorme verschuivingen op de obligatiemarkten te veroorzaken. Daar heeft de verkiezing van de heer Trump tot duidelijk grotere koersbewegingen geleid. We verwachten dan ook alleen maar in Europa licht stijgende rentevoeten. In de USD-markt blijven we eerder constructief en maken we gebruik van de huidige zwakte om aantrekkelijk gewaardeerde bedrijfsobligaties toe te voegen aan onze portefeuille.



## Auteurs >>

**Guido Barthels**  
Portefeuillebeheerder  
ETHENEA Independent  
Investors S.A.

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

# Macro-economische vooruitzichten >>

## De balans van de Amerikaanse centrale bank

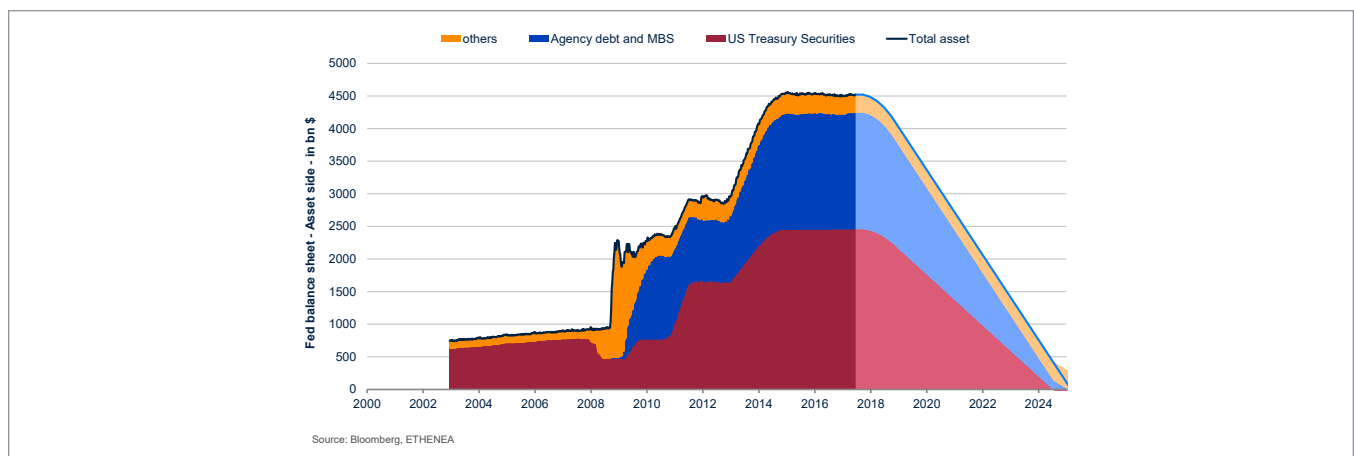
Een solide economische groei, een lage, maar stabiele, inflatie en een sterke arbeidsmarkt beschrijven momenteel het wereldwijde economische klimaat, en dan vooral in de VS. Op basis van deze gegevens verhoogde de Amerikaanse centrale bank (Fed) haar basisrente in de afgelopen maand voor de vierde maal deze cyclus naar een marge van 1,00 % tot 1,25 %. Belangrijker echter was het besluit van de Fed om later dit jaar te beginnen met het afbouwen van de balans. Hoe snel en in welke mate ze deze plannen kan realiseren en welke gevolgen daaruit voortvloeien voor de kredietmarkt en het niveau van de langetermijnrente, zullen we hieronder nader toelichten.

De Fed is één dag na de ineenstorting van Lehman Brothers in september 2008 meteen begonnen met de uitbereiding van de balans, en wel in een ongezien tempo: na talloze liquiditeitsinjecties en verschillende rondes van de kwantitatieve versoepeling (QE) is het balanstotaal gestegen van circa USD 1 biljoen naar USD 4,5 biljoen. Volgens verklaringen van de Fed zal de afbouw van de balans echter geleidelijk en op voorspelbare wijze gebeuren<sup>2</sup>. Aan de activazijde van de balans van de Amerikaanse centrale bank zijn er in principe twee soorten activa: Amerikaanse treasuries en een mix van effecten van overheidsinstellingen (Fannie Mae en Freddie Mac); en hypothecaire effecten (Mortgage-Backed Securities, MBS'en). Het plan van de Fed bestaat erin de opbrengsten van leningen op vervaldag, aan een vooraf bepaald tempo, niet opnieuw te beleggen. De centrale bank wil aanvankelijk beginnen met een bedrag van USD 10 miljard in de eerste maanden, en dit in de loop van twaalf maanden

geleidelijk naar een maximum van USD 50 miljard uitbreiden. De exacte startdatum voor dit proces is weliswaar nog niet bekend, maar in onze analyse houden we toch rekening met een start in oktober, aan het begin van het vierde kwartaal. Volgens de simulatie in Grafiek 1 zal het balanstotaal zeer snel afnemen en tenslotte ergens in 2025 naar nul zakken – wat natuurlijk onzin is. Om te beslissen hoe ver de balans effectief kan worden afgebouwd, moeten wij derhalve niet de activazijde, maar eerder de passivazijde onderzoeken.

De passivazijde van de balans van een centrale bank is uit monetair oogpunt inderdaad verhelderend want ze vormt de oorsprong voor de geldbasis, het zogenaamde centrale-bankgeld. De geldbasis bestaat uit het contante geld in omloop (bankbiljetten) en de bankreserves van de commerciële banken (minimum- en overschotreserves). Het geld in omloop is stabiel en vormt een belangrijk bestanddeel van de geldbasis. De omvang van het geld in omloop hangt af van de mate waarin de bevolking de voorkeur geeft aan bankbiljetten boven andere betaalmiddelen, zoals kredietkaarten. De minimumreserves vormen het minimumbedrag aan contante middelen dat de commerciële banken moeten aanhouden bij de centrale bank. Maar zoals duidelijk blijkt uit Grafiek 2 heeft de massale uitbreiding van de balans van de Fed niets te maken met deze componenten.

De overschotreserves bestaan uit de bij de centrale bank aangehouden contante middelen van de commerciële banken die de wettelijk voorgeschreven minimumreserves overschrijden. Deze middelen worden vaak als braakliggend kapitaal beschouwd omdat ze niet worden gebruikt om de

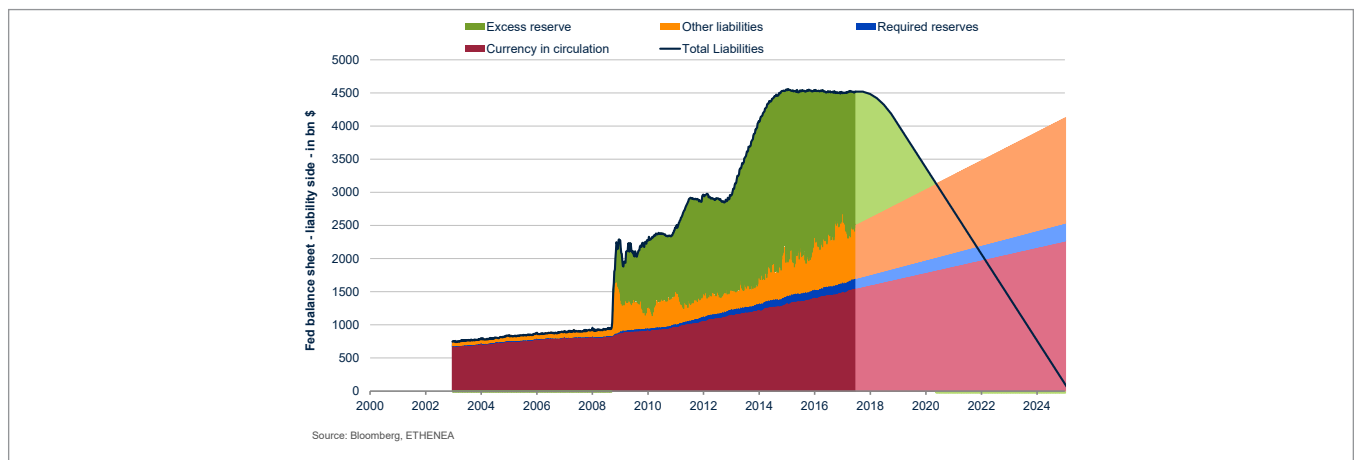


Grafiek 1: Activa van de Federal Reserve (vroegere, huidige, toekomstige)

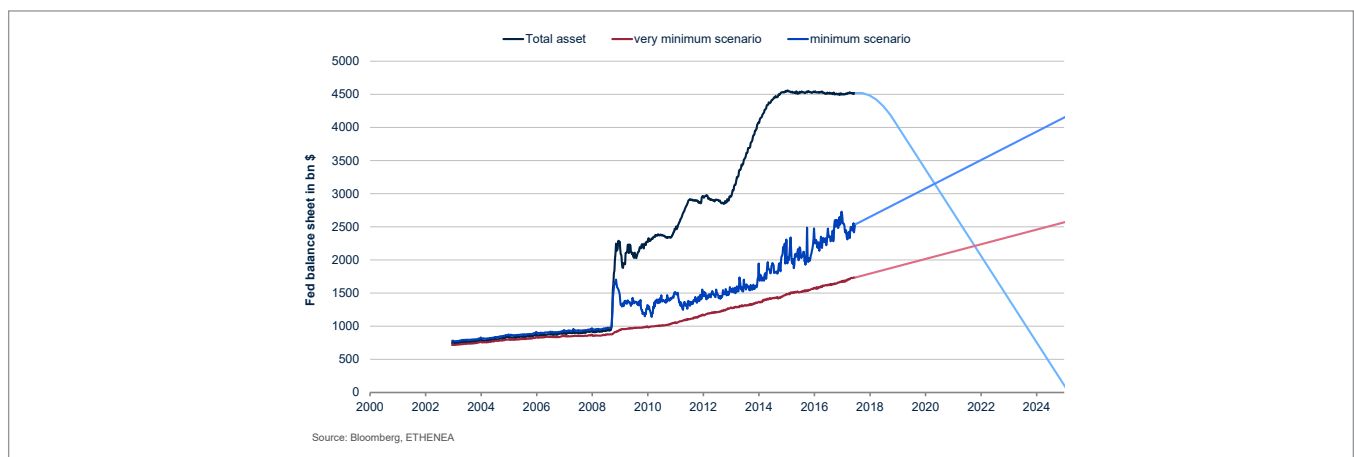
beleggingsactiviteit te stimuleren in de vorm van kredieten. Zonder nader in te gaan op de details: deze inschatting is verkeerd. Het uitbreiden of beperken van de kredietverlening door de commerciële banken heeft geen invloed op de balans van de centrale bank. Temeer omdat de programma's voor de kwantitatieve versoepeling niet werden ontwikkeld om de kredietverstrekking aan te zwengelen, maar om een grotere vraag te creëren naar specifieke activa zoals Amerikaanse schatkisteffecten, effecten van overheidsinstellingen en MBS'en. Een balansreductie van de Fed, die een kwantitatieve verstrakking inhoudt, vermindert dan ook op geen enkele wijze de capaciteit van de commerciële banken voor kredietverstrekking, maar wijzigt veeleer de vraag naar specifieke activa. De laatste balanspost, de "Overige verplichtingen", is na de wereldwijde financiële crisis belangrijker geworden. De Fed is namelijk een belangrijke speler geworden op de markt voor interbancaire kredieten sinds ze zogenaamde reverse repo's aanbiedt om de banksector toegang te verschaffen tot liquiditeit op korte termijn.

Nadat wij uitleg hebben gegeven over de activa- en de passivazijde van de Fed-balans kunnen wij inschatten hoe sterk deze balans gereduceerd kan worden. Zoals uit Grafiek 2 blijkt, bestaat de absolute minimumomvang van de Fed-balans uit het geld in omloop en de noodzakelijke minimumreserves. Dit *absolute minimum scenario* is waarschijnlijk een te gewaagde prognose omdat de Fed verder ook andere verplichtingen (reverse repo's) in haar balans zou kunnen aanhouden. Zo ontstaan er dus twee scenario's: Een balans die steeds uit de rode en blauwe bereiken bestaat (absoluut minimum scenario), of een combinatie van de rode, blauwe en oranje bereiken (minimum scenario).

Centrale banken onderscheiden zich in veel opzichten van andere economische spelers, maar in hun balans moeten de activa- en de passivazijde evenveel bedragen. Als we de grafieken 1 en 2 combineren en vereenvoudigen, krijgen we in Grafiek 3 een beeld van de mate waarin en met welke snelheid de Fed haar balans zal reduceren en wanneer het balanstotaal



Grafiek 2: Passiva van de balans van de Federal Reserve (geldbasis op aanvraag)



Grafiek 3: Het balanstotaal van de Federal Reserve volgens diverse scenario's

zich stabiliseert. Volgens onze simulaties zal het balanstotaal in mei 2020 met USD 3,16 biljoen ons *minimum scenario* en in oktober 2021 met circa USD 2,216 biljoen ons *absolute minimum scenario* bereiken. Naar onze mening zal de Fed ook in de toekomst als belangrijke speler op de geldmarkten optreden en derhalve zou ze kunnen stoppen haar balans te reduceren aan het bovenste uiteinde van onze ramingen. Men moet er wel rekening mee houden dat deze scenario's uitgaan van een voortzetting van het huidige economische klimaat en indien nodig aangepast worden; bijvoorbeeld bij een stijging van de inflatie of een duidelijke vertraging van de groei. Daarbij dienen wij de ontwikkeling op lange termijn niet uit het oog te verliezen: als de Fed haar balanstotaal tegen de zomer van 2020 met een derde afbouwt tot USD 3 biljoen, is de balans nog steeds drie maal zo groot als vóór de wereldwijde financiële crisis.<sup>3</sup> Om dit niveau te bereiken, zal de Amerikaanse centrale bank USD 1,5 biljoen aan effecten op vervalddag niet opnieuw beleggen; USD 900 miljard uit Amerikaanse schatkisteffecten en USD 600 miljard uit effecten van overheidsinstellingen en MBS'en.

Welke gevolgen de afbouw van de balans van de Fed op de rente van Amerikaanse schatkisteffecten zal hebben, kan moeilijk worden ingeschat – een definitief antwoord op deze vraag kan ik voorlopig niet bieden. In tegenstelling tot het zogenaamde taper tantrum van 2013, waarbij de aankondiging om het QE-programma te beëindigen een drastische koersval veroorzaakte bij Amerikaanse staatsobligaties, heeft de officiële bekendmaking van de geplande afbouw van de balans tot nu

toe geen effect gehad op de rente. Het niet weder beleggen van USD 900 miljard aan Amerikaanse schatkisteffecten in de loop van 3 jaar komt overeen met een verkooptempo van 2 % van alle uitstaande verhandelbare effecten per jaar. Het Congressional Budget Office, de voor de begroting verantwoordelijke instantie van het Amerikaanse Congres, rekent in de komende tien jaar op een stijging van de staatsschulden van meer dan 5 % per jaar. Met dit in het achterhoofd, menen wij dat de gevolgen van de Fed-maatregelen op het rendement van Amerikaanse staatsobligaties eerder beperkt zullen zijn. De houdbaarheid van de schuldenlast, de groei en de inflatie zullen volgens ons een belangrijker rol spelen voor de rentevoeten van obligaties dan de Fed. In ons scenario zou de rente op 10-jarige Amerikaanse treasuries niet hoger liggen dan 3%. Dit niveau is historisch gezien laag, maar ten opzichte van de huidige stand is het toch een duidelijke stijging.



## Auteurs >>

**Yves Longchamp, CFA**

Head of Research

ETHENEA Independent Investors (Schweiz) AG

<sup>2</sup> <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20170614c.htm>

<sup>3</sup> Merk op dat ons scenario uitgaat van een nieuwe balansuitbreiding van de Fed na de zomer van 2020.



## Uitgever >>

Het portefeuillebeheerteam 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 bij ETHENEA Independent Investors (Schweiz) AG & Thomas Herbert (*niet op de foto*).

## Contact >>

Voor eventuele vragen of opmerkingen  
staan wij altijd te uwer beschikking.

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

## 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, 30/6/2017.