



Update financiële markten

26 februari 2015

- **Griekenland, het einde van het begin**
- **Podemos, yes we can**
- **Yellen: Currency wars? I see no currency wars!**
- **Winstverschuiving naar Europa en Japan**
- **De mythe van de achterblijvende AEX**

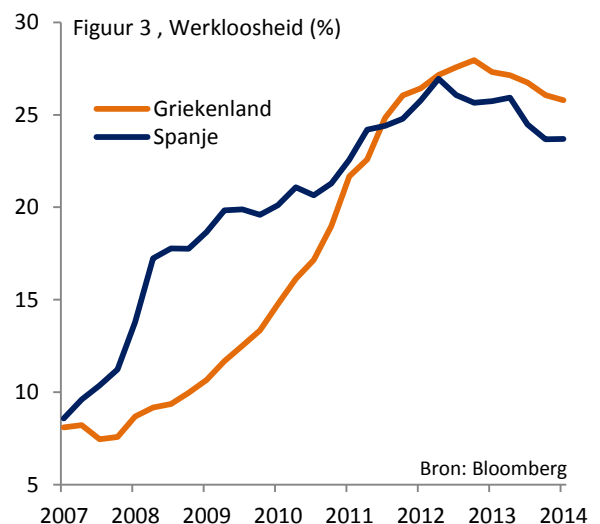
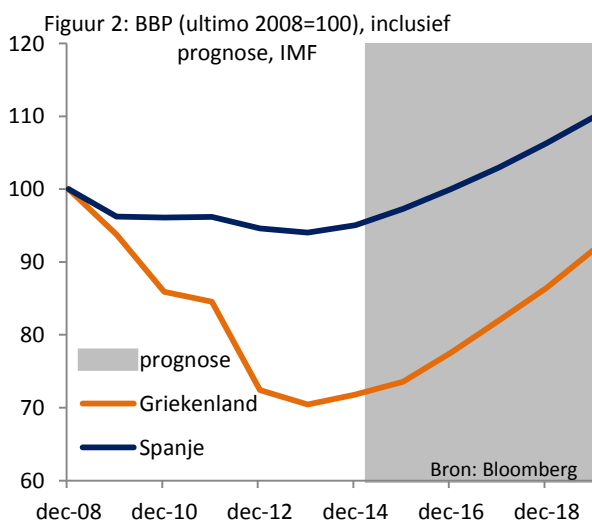
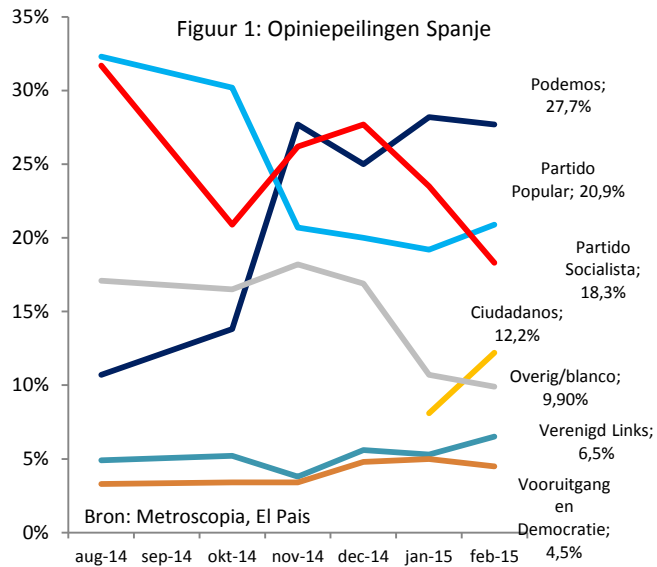
Griekenland, het einde van het begin

De Griekse kwestie leent zich uitstekend voor pakkende krantenkoppen, gevuld met zwaarden van Damokles, Trojaanse paarden en Gordiaanse knopen. De onrust rondom Griekenland lijkt weer even snel weg te ebben als ze, na de verkiezingsoverwinning van Syriza, was opgekomen. Het, in de ogen van de Grieken, Spartaanse bail-out programma wordt gewoon doorgezet. Het enige wat Syriza lijkt te hebben bereikt, is dat we niet meer over 'de troika' mogen praten, maar dat we daarvoor in de plaats de nogal onbepaalde term 'de instellingen' moeten gebruiken. Niet echt werkbaar, dus we zullen voortaan maar spreken van 'de voormalige troika'. Daarmee lijkt het akkoord een Pyrrhus-overwinning voor Syriza. Varoufakis moest ook wel akkoord gaan, aangezien er per dag bijna 1 miljard euro van Griekse bankrekeningen werd gehaald. Toch is Griekenland zelf nooit het probleem geweest voor de eurozone. De eerdere bail-out van Griekenland was nodig, omdat iemand in de Bazel-II-regelgeving de fout had gemaakt om de laagste risicokwalificatie toe te kennen aan Griekse staatsobligaties. Europese financiële instellingen zaten daardoor vol met Griekse leningen en dat maakte een bail-out noodzakelijk. Maar qua omvang van het BBP of zelfs de staatsschuld is Griekenland slechts enkele procenten van de eurozone. Niet veel meer dan een hobby die geld kost, net als het Rijksmuseum voor Nederland. Nu gaan de Grieken voor maximaal vier maanden opnieuw onderhandelen over aanpassingen in het programma, maar dat betekent niet dat van dit uitstel ook afstel komt. Elk moment kunnen de onderhandelingen vastlopen, maar beide partijen hebben belang bij een compromis. De speltheoreticus Varoufakis zal echter moeten erkennen dat er sprake is van een prisoner's dilemma waarbij het rationeel is om samen te werken, maar de verleiding groot is om het eigen voordeel na te jagen. Het uiteindelijke compromis blijft dus het logische basisscenario. De twee andere scenario's, de Grexit of de overgave, zijn echter nog niet van tafel. Een Grexit kan volgens sommigen voor Lehman-achtige taferelen zorgen, maar wie kan nog verrast worden door een dergelijke stap. Aan de andere kant van het spectrum is het mogelijk dat de inmiddels door de Grieken behendig uit elkaar gespeelde voormalige troika grotendeels tegemoet komt aan de Griekse eisen, omdat ieder voor zich niet op zijn geweten wil hebben dat de Grieken uittreden. In het basisscenario is er geen effect op de financiële markten. In de andere twee scenario's zal de ECB er alles aan doen om besmetting te voorkomen, niet per se slecht voor beleggers.

Podemos, yes we can

Het grootste risico voor de eurozone naar aanleiding van Griekenland is het politieke risico. Niet het politieke risico in Griekenland, maar de inspiratie die andere euro-sceptische partijen kunnen opdoen van een Grieks uittreden of dat vergaande concessies richting de Grieken bestaande partijen buiten Griekenland onder druk kunnen zetten. Dit en volgend jaar is er in vrijwel elk Europees land wel een of andere verkiezing. Zelfs de Britse verkiezingen in mei, hoewel het land geen onderdeel is van de eurozone, kan voor de nodige onrust zorgen. Een vertrek van het Verenigd Koninkrijk uit de Europese

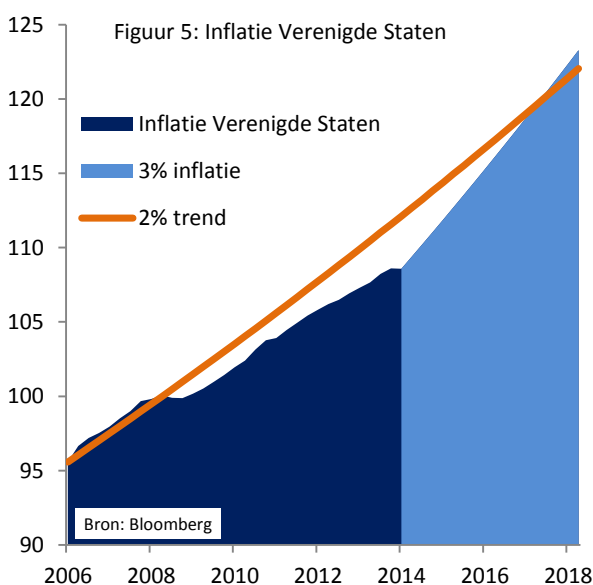
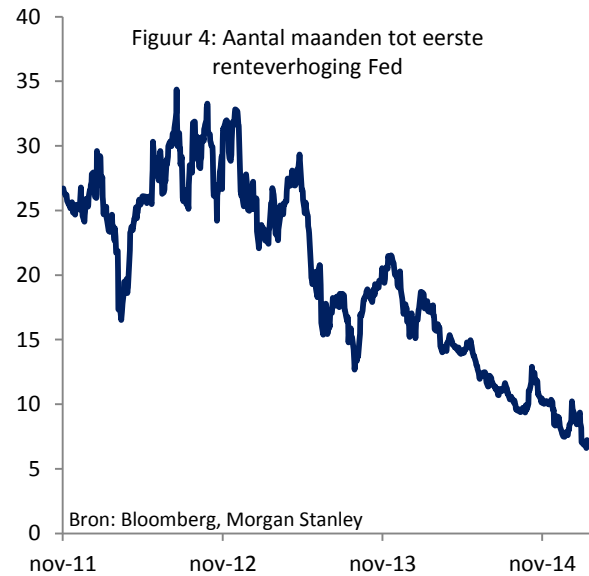
Unie zal immers ook het machtsevenwicht binnen de eurozone verstoren. Het land binnen de eurozone waar het politieke risico de laatste tijd duidelijk lijkt te zijn toegenomen is Spanje. Daar kwam vorig jaar de politieke beweging Podemos (Spaans voor 'we kunnen') met een door crowdfunding gefinancierde campagne met 5 zetels in het Europese parlement. Podemos is vergelijkbaar met Syriza. Onder leiding van de charismatische Pablo Iglesias is er een stevige marxistisch-maoïstische basis en de afkeer van de bestaande corrupte politieke kaste ('la casta') heeft er voor gezorgd dat Podemos in de laatste opiniepeilingen de grootste partij van Spanje is geworden (figuur 1). Daar komt nog bij dat sinds kort het Catalaanse Ciudadanos ook actief is in de nationale arena. Slachtoffers zijn vooral twee traditionele Spaanse partijen, de socialistische partij en de centrumrechtse Partido Popular. Nu is Spanje qua economie onvergelijkbaar met Griekenland. De economische krimp was minimaal vergeleken met de Grieken (figuur2), maar qua werkloosheid is Spanje al veel langer een zorgenkind. In beide landen ligt die rond de 25% (figuur 3) en de 5,9 miljoen werklozen knagen aan de maatschappelijke stabiliteit. Bovendien zijn er al 700.000 werkzoekenden geëmigreerd, daarmee ook het economische herstelpotentieel ondermijnend. Dagelijks worden er in Spanje nog altijd honderden gezinnen uit huis gezet en de corruptie doet zich voor bij de banken, de politiek en zelfs de koninklijke familie. In mei zijn er lokale verkiezingen, in november nationale verkiezingen.



Yellen: Currency wars? I see no currency wars!

Tot medio 2000 verplichtte de Humphrey-Hawkins act het Federal Open Market Committee (FOMC) om twee keer per jaar verslag uit te brengen aan het congres over het economische en monetaire beleid, specifiek aan de House Banking Committee en de Senate Banking Committee. Hoewel de wet is vervallen, geeft de voorzitter van het FOMC nog steeds twee keer per jaar (in februari en in juli) een toelichting op het beleid. Traditioneel is het één van de belangrijkste toespraken van de Fed-voorzitter. De Fed heeft een dubbel mandaat, men moet zowel streven naar volledige werkgelegenheid als naar prijsstabiliteit, gedefinieerd als een lange termijn inflatieniveau van 2%. Met die

werkgelegenheidscomponent gaat het erg goed. In de afgelopen drie maanden zijn er in totaal meer dan 1 miljoen banen bij gekomen en we moeten teruggaan tot 1998 voor een dergelijke prestatie. Dat sterke banencijfer verklaart ook deels de sterke stijging van de rente in de Verenigde Staten in de afgelopen maand. Op een gegeven moment stond die tienjaarsrente even 50 basispunten hoger (0,5%) en een dergelijke stijging is sinds 2009 niet meer voorgekomen. Maar afgezien van het banenrapport vallen de macro-cijfers uit de Verenigde Staten eerder tegen dan mee, deels verklaarbaar door de sterke dollar, de terugval in de olieprijs en het koude weer. Belangrijker voor de Fed is dat het met de 2%-inflatiedoelstelling nog niet zo wil vlotten. De kerninflatie is nu 1,3% en de brede inflatie (inclusief voedsel en energie) zal binnenkort waarschijnlijk negatief worden door de scherpe daling van de olieprijs. Bovendien liggen de inflatieverwachtingen op het laagste niveau sinds 2009. Desondanks rekent de markt er op dat Yellen over zeven maanden de rente zal verhogen (figuur 4). Yellen is er dan ook redelijk van overtuigd dat de inflatie na het effect van de olieprijsdaling zal terugkeren richting de 2%. Die overtuiging is sterker ten aanzien van toekomstige economische groei, waar ze minder genuanceerd is dan ten aanzien van inflatie. Wel gaf ze aan dat als de term 'patience' niet meer gebruikt zal worden in de toelichting van de Fed het nog zeker twee

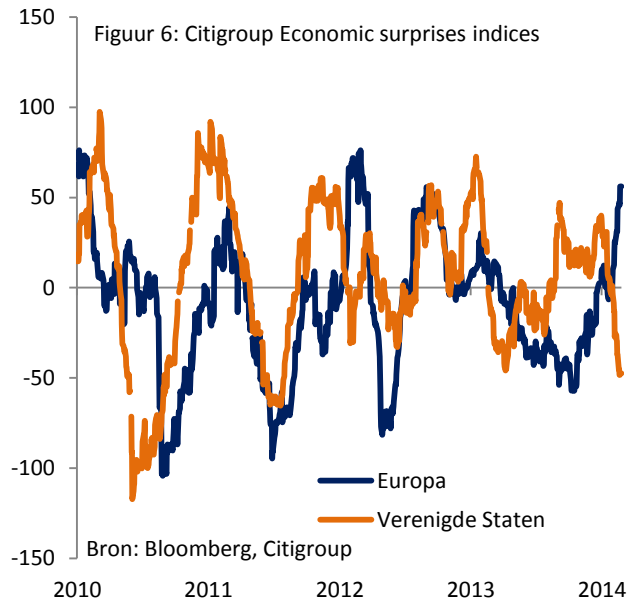


vergadering zal duren voordat de rente wordt verhoogd. Op basis daarvan wordt op zijn vroegst de rente in juni van dit jaar verhoogd. Overigens heeft de Fed zowel in haar werkgelegenheidsmandaat (gelet op de teruggelopen participatiegraad) als in haar lange termijn inflatiedoelstelling (de inflatie moet tot medio 2018 met 3% stijgen om weer terug te keren naar de 2%-trend, figuur 5) nog voldoende ruimte om een rentestap uit te stellen. Maar omdat 40 landen dit jaar al het monetaire beleid hebben verruimd betekent zelfs het niets doen van de Fed feitelijk al verkrappend beleid. Dat is volgens Yellen geen probleem, want zij gaf aan dat ze een valuta-oorlog als gevolg van het divergerende beleid van de Fed niet voorzag.

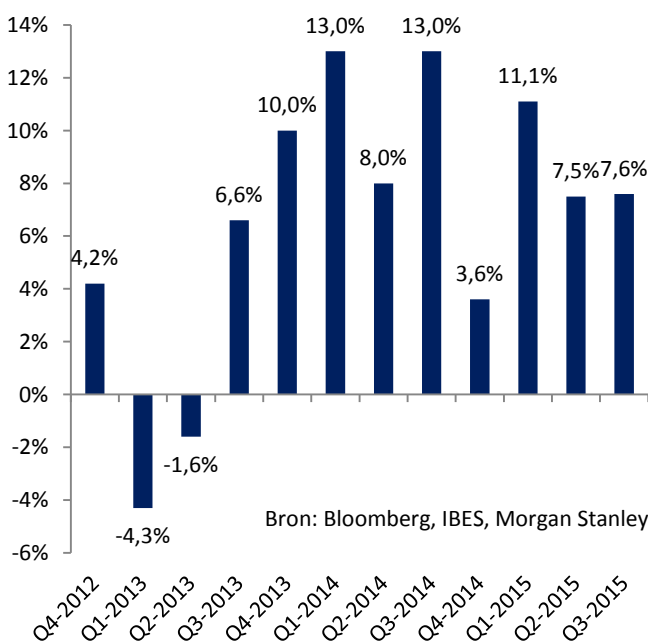
Winstverschuiving naar Europa en Japan

De bedrijfsresultaten lijken te benadrukken dat beleggers zich beter kunnen richten op Europa en Japan en niet op de Verenigde Staten. Hoewel het gebruikelijk is dat bedrijven positief verrassen, komt dat vooral door neerwaartse bijstellingen voorafgaande aan het kwartaal. Vooral in de Verenigde Staten zijn de winstprognoses voor dit jaar naar beneden bijgesteld. Daar waar tien weken geleden de markt nog mocht rekenen op 14% winstgroei in 2015, is dat inmiddels gedaald tot 1% winstgroei. De belangrijkste oorzaak is de gestegen dollar (waardoor buitenlandse resultaten zich ongunstig

vertalen naar de dollar) en de gedaalde olieprijs die met name de Amerikaanse onconventionele olie- en gasindustrie hard heeft geraakt. Europa daarentegen lijkt na vier jaren op rij van negatieve verrassingen aan de beterende hand. Zie bijvoorbeeld de meevallende macro-economische cijfers in Europa (figuur 6). De economische groei in Europa zal door de zwakkere euro, lagere olieprijs en de maatregelen van de ECB versnellen en daarbij hoort al snel een winststijging van meer dan 10%. Japan is de enige regio waar de winsttaxaties vrijwel voortdurend naar boven worden bijgesteld. Men rekt nu op een winstgroei van 14%, maar gezien het potentieel van zowel de Bank of Japan als Abenomics is er meer ruimte. Japanse bedrijven (Topix) wisten het afgelopen kwartaal per saldo 7,6% beter dan verwachte cijfers te rapporteren (figuur 7). En dat terwijl de 8 voorgaande kwartalen de winsten ook al gemiddeld 9% beter waren dan verwacht. Er is een goede kans dat het Japanse economische groei dit jaar nominaal op het hoogste niveau uitkomt sinds 1991. De lage werkloosheid



Figuur 7: Topix winstverrassing per kwartaal

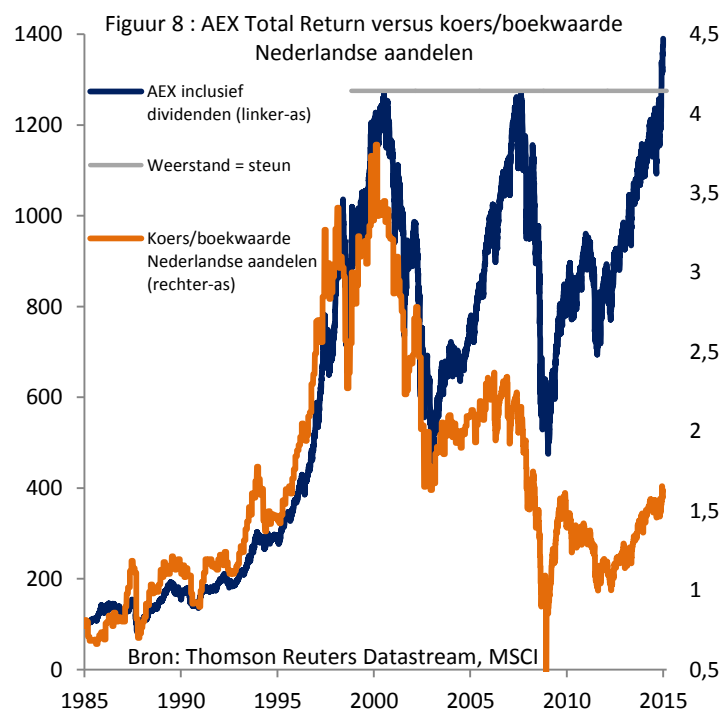


in combinatie met de betere bedrijfswinsten leiden tot hogere lonen, hogere consumptie en hogere investeringen. Japan profiteert als geen andere land bovengemiddeld van de lage olieprijs en de export profiteert van de relatief zwakke yen. Voeg daarbij nog de verbeteringen op het gebied van corporate governance (JPX Nikkei 400, inkoop aandelen) en de verbetering op het gebied van het rendement op het eigen vermogen. Bovenal is Japan, net als Europa en de opkomende markten relatief goedkoop ten opzichte van de Verenigde Staten (op circa de helft in termen van koers/boekwaarde). De consensus ten aanzien van Europa lijkt snel gedraaid, de regio wordt opnieuw door beleggers gefavoriseerd. Bij Japan is men terughoudend, wellicht in slaap gesust door de twee decennia waarin het loonde om het land te negeren.

De mythe van de achterblijvende AEX

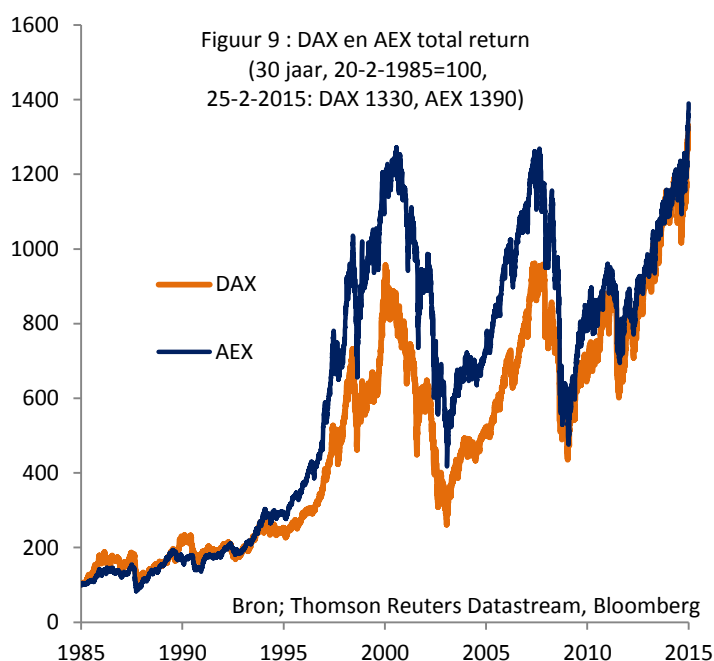
In de afgelopen twintig jaar hebben wij ons op één keer na nog nooit gewaagd aan een eindejaarskoersdoel voor de AEX-index. In de eerste plaats omvat de AEX-index minder dan 1% van het totale aandelenuniversum, het lijkt zinvoller om uitspraken te doen over de volle 100%. Verder vraagt het combineren van tijdstip (einde jaar) en het stijgingspercentage (circa 20%) om ongelukken. Er zijn simpelweg te veel variabelen die roet in het eten kunnen gooien. Toch hebben we ons vorig jaar december laten verleiden door desgevraagd aan het ANP een AEX-koersdoel te noemen van 500 eind 2015. Dat was dan wel onder de ontbindende voorwaarde dat de ECB door zou komen met kwantitatieve verruiming. Die

nuance ging helaas verloren in het uiteindelijke bericht van het ANP, maar nu Draghi in dat opzicht positief heeft verrast is dat niet zo relevant. Met de AEX op 480 is het eindejaarskoersdoel nog maar enkele procenten verwijderd. Toch is het koersdoel voor de AEX niet zomaar uit de lucht komen vallen. Er verschijnen al weer berichten in de krant over hoogtevrees met beurzen op recordstanden, technisch analisten die hel en verdoemenis voorspellen en banken die teruggaan in het gewicht voor aandelen, maar feitelijk is er nog voldoende opwaarts potentieel voor aandelen. Er is geen periode geweest in de afgelopen twintig jaar waarin de liquiditeit zo uitbundig is geweest en de factor liquiditeit mag qua kracht niet worden onderschat. Als de daling van de lange rente, de dertigjaars rente is in Nederland in vier maanden tijd gehalveerd van 2% naar 1%, wordt doorgetrokken naar de verdisconteringsfactor voor aandelen, dan is er veel meer dan 20% potentieel. Ook als gekeken wordt naar de koers/boekwaarde voor de AEX dan is die nu (1,6) nog altijd een stuk lager dan op de top in 2007 (2,3) of 2000 (3,5). Alleen al terugkeer in waarderingstermen naar de oude top van 2007 betekent een koersdoel voor de AEX van 675, maar in 2007 stond de dertigjaars rente in Nederland op 4,5% (!). Op basis van die rente is een koers/boekwaarde van 3,0 (nog beneden de piek van 2000 en gelijk aan Amerikaanse aandelen nu) ook te beargumenteren en dan gaat het om een AEX koersdoel van 900. Nu is in figuur 8 niet de gewone AEX weergegeven, maar de AEX inclusief de herbelegde dividenden. De AEX-stand die iedereen kent is een koersindex waarin die dividenden niet worden meegenomen. Die AEX met de herbelegde dividenden (ook wel total return-index) heeft recent de oude toppen van 2000 en 2007 met overtuiging doorbroken, voor menig technisch analist met een klap-en-flap-regel in het achterhoofd een sterk positief signaal. Des te opvallender is de terughoudendheid bij aandelenbeleggers, hoewel ook dat een argument is voor verder stijgende koersen omdat elke stijgende markt uiteindelijk die muur van angst moet beklimmen. Natuurlijk is een groot deel van de aantrekkingskracht van aandelen gelegen in de absurde waardering voor obligaties, maar de vraag is (nu de ECB nog moet beginnen met haar opkoopprogramma) of dit op korte termijn gaat wijzigen. Nu echter in meer dan 10 landen in Europa op grotere delen van de



obligatiemarkt het effectief rendement op obligaties negatief is (het gaat om biljoenen euro), wordt de noodzaak om ergens anders het rendementsheil te zoeken acuut.

Ten opzichte van andere aandelenindices komt de AEX-index meestal slecht uit de bus. Velen wijzen dan op de zogenaamde Dutch Disease die weer zou leiden tot de Dutch Discount. Vaak wordt volledig onterecht de AEX vergeleken met bijvoorbeeld de DAX-index. Maar de DAX-index is een total return-index, dat betekent dat daar de dividenden wel worden herbelegd. In figuur 9 is het totaal rendement op de AEX afgezet tegen het totaal rendement op de DAX over de afgelopen dertig jaar. Het klopt dat de AEX-index nu circa 10% boven de toppen van 2000 en 2007 staat en de DAX circa 35%. Daar ging echter in de jaren negentig ook een bijzonder goede periode voor Nederlandse aandelen aan vooraf, daar waar wellicht de Duitse eenwording de DAX wat meer onder druk hield. Verder waren financiële waarden in de AEX ook bovengemiddeld vertegenwoordigd. Die hielpen in de stijging, maar zorgden er ook voor dat de outperformance ten opzichte van de DAX in 2008 grotendeels werd weggewerkt. Sindsdien stijgen beide indices, indien men op de juiste manier rekening heeft gehouden met de dividenden, hand in hand. Wat wel klopt is dat Europese aandelen en dan in het bijzonder aandelen uit de eurozone sinds de crisis zijn achtergebleven bij het wereldgemiddelde. Dat komt vooral door de relatief goede prestatie van Amerikaanse aandelen, op dit moment circa 50% van de MSCI Wereldindex. Die hebben niet alleen geprofiteerd van de grotere



flexibiliteit van de Amerikaanse economie, maar bovenal van het monetaire beleid van de Fed waardoor de winstgroei kon versnellen omdat bedrijven hun balans nog meer gingen gebruiken om de winst-per-aandeel omhoog te krijgen en waar goedkoop geld de luchtballon van de schaliegasrevolutie opblies. Nu lijken dankzij de divergentie in beleid tussen enerzijds de FED en anderzijds de ECB, BoJ en zelfs de PBoC, de rollen omgedraaid. In dat opzicht is het eind 2014 afgegeven koersdoel van AEX 500 wellicht nog te bescheiden.

Iedere lokale Rabobank en de andere onderdelen van de Rabobank Groep die als beleggingsonderneming zijn aan te merken, zijn als zodanig geregistreerd bij de Autoriteit Financiële Markten te Amsterdam. De informatie in deze publicatie is ontleend aan door Rabobank betrouwbaar geachte bronnen en publieke informatie, maar voor de juistheid en de volledigheid van de genoemde feiten, meningen, verwachtingen en de uitkomsten daarvan kunnen wij niet instaan. Hoewel wij ten aanzien van de selectie en berekening van de gegevens de nodige zorgvuldigheid in acht nemen, zijn wij niet aansprakelijk voor enige schade die het gevolg is van de hierin opgenomen gegevens.

De informatie in deze publicatie dient niet te worden opgevat als een aanbod en evenmin als een uitnodiging tot het doen van een aanbod tot het kopen of verkopen van financiële instrumenten en is ook niet bedoeld om enig recht of verplichting te creëren. Het gebruik maken van de informatie geschiedt dan ook geheel op eigen risico. De waarde van uw belegging kan fluctueren. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. De in deze publicatie opgenomen informatie is geen expliciete of impliciete beleggingsaanbeveling en kan op ieder moment zonder verdere aankondiging worden gewijzigd.