



PROSPONAUT 1^{ste} kwartaal 2014

AAN AL ONZE LEZERS EN HUN DIERBAREN WENSEN WIJ EEN GELUKKIG EN VOORSPOEDIG 2014 !

Macro-economisch : tempering van QE in US is een zekerheid de komende maanden

Met een werkloosheidsgraad in de US die in november is teruggevallen tot een niveau van 7 %, kan het niet anders dan dat de FED zeer binnenkort de eerste stappen zal zetten om de crisismaatregelen van 2008 terug te draaien door minder USD in omloop te brengen. Nog maar enkele maanden geleden kondigde dezelfde FED immers aan dat vanaf 6,5 % werkloosheidsgraad rentestijgingen tot de mogelijkheden behoorden. Daar zijn we nu maar 0.5 % van verwijderd en ze moeten nog beginnen met de 85 mia USD maandelijkse aankopen van staatspapier/hypotheekleningen te verminderen. Bovendien is er in het Congres sinds vorige week een budgettair akkoord en lijkt de markt voorbereid te zijn op een afbouw van het QE programma. Wat zullen de gevolgen hiervan zijn op de financiële markten ? Kan dit leiden tot een trendomkeer op de markten ?

In feite is de verstrakking van het monetair beleid begonnen in maart-april 2013 toen Bernanke begon te insinueren dat QE zou afgebouwd worden. Inderdaad, de 10 jaars US staatsrente is beginnen stijgen van 1.5 % tot 3 % op enkele maanden tijd. Dit is ons inziens de belangrijkste reden waarom de FED in september niet heeft getemperd. De vrees bestond dat deze rente-opstoot het prille herstel op de Amerikaanse huizenmarkt zou fnuiken. Momenteel draait deze rente rond de 2.85 % en de laatste cijfers van de US huizenmarkt zijn nog steeds bijzonder sterk. Bij de vorige verstrakking onder Greenspan heeft de FED de rente in babystapjes verhoogd van 1 % in juni 2004 tot 5.25 % in 2006. De 10 jaars rente steeg over diezelfde periode van 3.5 % tot 5 %. De dertigjarige eindigde op 5 %, tegen iets onder de 4 % nu. De aandelenmarkten zijn onverstoord blijven verder stijgen tot midden 2007. Vanaf dan, en zelfs al iets ervoor, fungeerden de huizenbouwers als kanarie in de koolmijn met significante dalingen (huizenkopers financierden zich toen over het algemeen kort met jaarlijks herzienbare rentevoeten). Dit betekent dat in die periode de markt nog 3 jaar van stijgingen kende na de eerste verstrakking. Niets wijst er op dat het tempo van de verstrakking nu hoger zal liggen met Yellen aan het roer. De vraag is vanaf wanneer de markt nu zal breken ? Zal ze net als in 2007 nog 2 jaar verder kunnen stijgen ? Waar is ze het kwetsbaarst ? Wie profiteerde het meest van QE ? Zonder twijfel zijn dit de mortgage REIT's. Deze daalden reeds vanaf de eerste temper indicaties in april. Zijn zij de kanarie ? Indien de 10jaars rente plots nog meer dan 1% stijgt, ongetwijfeld wel. Of gaat de FED dit niet laten gebeuren na al hun inspanningen om de huizenmarkt gestabiliseerd te krijgen ? Wij gaan daar van uit en verwachten dat Yellen zeer omzichtig te werk zal gaan. De korte rente (de financieringsrente voor de mortgage REIT's) stijgt overigens zeker de eerste jaren niet. Het lijkt er dan ook op dat deze REIT's iets teveel vooruit gelopen zijn op de feiten.



Wellicht krijgen we de komende kwartalen een stabilisatiefase op de markten (behoudens ongelukken in bijvoorbeeld Europa, denk aan de Europese verkiezingen in mei of aan de stress-tests van de banken). Daarbinnen kunnen sectorrotaties tot aanzienlijke schommelingen leiden. Bijvoorbeeld de prijsvorming van de mortgage REIT's kan de vermindering van QE al hebben ingecalculeerd en een dergelijke maatregel van de FED leidt dan tot een stijging van deze effecten.

Anderzijds is er bij de beleidsmakers in China, Brazilië, India en zelfs de US een tendens om de Duitse weg van besparingen te kiezen. De Republieken staan traditioneel op dit standpunt. Maar nu lijkt ook Obama in te zien dat QE leidt tot inkomensongelijkheid. Deze weg werkt deflatoir en is negatief voor aandelen. Bovendien verliezen in Europa voortaan de aandelen -en obligatiehouders eerst, alvorens de belastingbetaler tussenkomt. Alleen Japan kiest momenteel voluit de weg van de inflatie door een daling van de JPY na te streven. Dit is dan op zijn beurt weer deflatoir voor de rest van de wereld. Op lange termijn lijken we dan ook de weg ingeslagen om te verstrakken tot er iets breekt. Dit kunnen de mortgage REIT's worden, maar pas binnen afzienbare tijd en pas indien ze hogere rentes gaan moeten betalen om zich te financieren op de repo markt. Immers, de FED zal in de toekomst via deze weg trachten de marktrentes te sturen en niet langer via de FED funds rate.

Eens de afbouw van QE een feit is, zal de USD stijgen bij goede cijfers en uiteindelijk ook bij slechte cijfers. Dit laatste omdat de markt dan zijn torenhoog vertrouwen in de FED zal beginnen verliezen, wat tot een vlucht naar de USD zal leiden en eveneens tot dalende aandelenmarkten.

Bedrijven

Annaly Capital Management (10 USD) is de grootste mortgage REIT in de US. Deze bedrijven lenen op de geldmarkten op korte looptijd en kopen daarmee lang lopende hypotheekleningen, meestal gegarandeerd door Fannie Mae of Freddie Mac. Deze laatsten genieten dan weer een impliciete overheidsgarantie van de US. Zij gebruiken daartoe een hefboom van circa 6 of meer. Hierdoor slaagt Annaly erin om een bruto dividend van 14 % uit te betalen. Annaly noteert momenteel circa 25 % onder de boekwaarde en is speculatief koopwaardig voor de korte termijn.

Mapletree Logistics (1,01 SGD) noteert een goede 5 % lager sinds ons koopadvies van 3 maand geleden. Dit vastgoedfonds blijft uiterst koopwaardig en is geschikt voor de conservatieve, voorzichtige investeerder.

December 2013

Joost Olbrechts



Investment Manager

Karakter Invest