



MARKTCOMMENTAAR



Alweer een verrassing >>

Het lijkt erop dat de centrale banken ons in hun strijd tegen deflatie keer op keer verrassen. Maar ... is deflatie echt zo slecht of lijkt dat alleen maar zo?

Inhoud >>

>> [Alweer een verrassing](#)

>> [Macro-economische vooruitzichten](#)





Alweer een verrassing >>

Het lijkt erop dat de centrale banken ons in hun strijd tegen deflatie keer op keer verrassen. Maar ... is deflatie echt zo slecht of lijkt dat alleen maar zo?

Ongeveer een jaar geleden zei Yves Mersch, lid van de raad van bestuur van de Europese Centrale Bank, tijdens een diner in Zürich dat het gemak waarmee marktdeelnemers kunnen worden verrast hem zo verbaasde. Een paar maanden later introduceerde de ECB haar activa-inkoopprogramma: het Europese QE (Quantitative Easing). Tijdens de meest recente persconferentie van de ECB stonden de marktdeelnemers opnieuw versteld van de woorden van Mario Draghi, de voorzitter van de ECB, die impliciet aankondigde dat er misschien al in december van dit jaar een nieuwe liquiditeitsronde van start zal gaan. Uit de reacties van de markt direct na de persconferentie bleek duidelijk dat de marktdeelnemers verrast waren: aandelen en staatsobligaties gingen omhoog, terwijl de eenheidsmunt veel terrein moest prijsgeven. Mersch heeft gelijk.

Een dag na de bekendmaking van de ECB zorgde de Chinese centrale bank voor enige verrassing onder de marktdeelnemers door zowel de belenings- en depositorente als de reserveverplichting te verlagen. De aandelen- en grondstoffenmarkten reageerden positief op de versoepelde monetaire voorwaarden.

Een week later besloot de centrale bank van Japan haar monetair beleid te handhaven, omdat het duidelijk is dat de inflatie ver onder het beoogde niveau ligt en dat de economie verzwakt is ten opzichte van de vorige peildatum. Op 28 oktober deed de

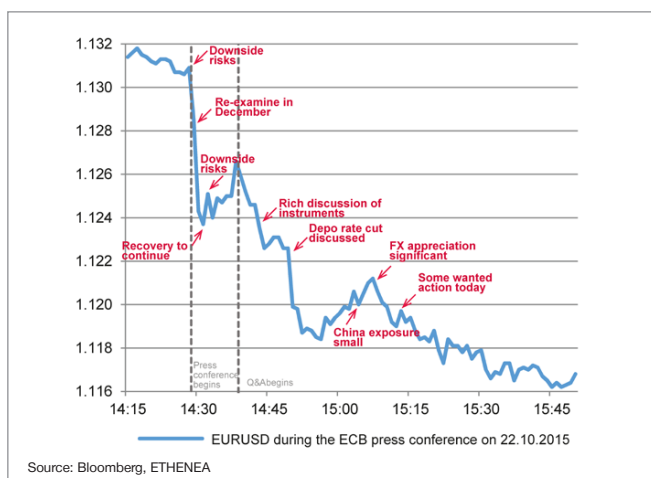
Fed helemaal niets en liet de bank de beleggers in de veronderstelling dat er in december een eerste renteverhoging komt (of niet ...). De verklaring van oktober van het FOMC laat de mogelijkheid van een renteverhoging in december opnieuw open, op voorwaarde dat de *internationale ontwikkelingen* (oftewel China) de groei in de VS niet meer in de weg staan. De ene maand is het ja en de andere maand is het weer nee – de *forward misguidance* gaat verder, zoals we in onze vorige Marktcommentaar¹ al constateerden. Naar onze mening gaat de Fed de rente dit jaar niet verhogen omdat de inflatie nog altijd laag is en de Amerikaanse dollar sterk. *De nieuwe commentaren van de FOMC-leden en de aanhoudende dynamiek op de arbeidsmarkt alsook het feit, dat de vertraging van de Chinese economie de wereldwijde markten minder lijkt te verontrusten, laten begin november een ander beeld zien waardoor we verwachten dat de eerste renteverhoging toch dit jaar zal plaatsvinden.*** Als het gebeurt, zou de Fed dit jaar als enige centrale bank haar monetair beleid verkrappen en daarmee haar reeds dure munt verder versterken. Volgens het meest recente onderzoek (september 2015) over de intenties van de FOMC-leden zijn 13 van de 17 leden van mening dat 2015 *het meest geschikte moment is om het beleid te verkrappen*. Als de Federal funds rate ongewijzigd zou blijven, zou dit vooral een verrassing zijn voor de FOMC-leden zelf, en niet zozeer voor de marktdeelnemers. In elk geval zou dat betekenen dat de monetaire voorwaarden langer soepel zullen blijven.

** Opmerking redactie begin november

¹ Voor wie zich verder wil informeren over de forward misguidance van de Fed verwijzen wij naar onze laatste Marktcommentaar van oktober met als titel [System error](#).

Kortom, de ECB, de Japanse en de Chinese centrale bank, de Fed en de Bank van Zweden, die haar obligatie-inkoopprogramma heeft uitgebreid, hebben met een wisselende dosis ongeloof een verruimend beleid gevoerd. Lage rente en ruime liquiditeit worden door de marktdeelnemers positief ontvangen, maar zijn het positieve of negatieve verrassingen?

Voordat we die vraag beantwoorden, gaan we eerst de situatie op de markt nader bestuderen. De verrassende bekendmakingen veroorzaakten op alle markten heel wat reacties. Grafiek 1 toont de impact van de allusie van Mario Draghi op de EURUSD-wisselkoers. Die impact is naar ons idee aanzienlijk en we denken dat we nog meer soortgelijke reacties kunnen verwachten als Mario Draghi zich aan zijn woord houdt en in december met nieuwe maatregelen komt, zeker indien de Fed in december lijnrecht tegen het ECB-beleid in als eerste centrale bank sinds de internationale financiële crisis een renteverhoging doorvoert. Hoewel we dit laatste niet erg waarschijnlijk achten als we deze Marktcommentaar schreven, *hebben we echter onze mening begin november op grond van een nieuwe kentering in de Fed-communicatie veranderd.*** De maatregelen van de ECB zouden op zich al voldoende moeten zijn om de EURUSD-wisselkoers meer in evenwicht te brengen. De risicovolle activa zullen, ondanks de discrepantie, verder worden ondersteund door de aanvullende versoepeling, ook al lijkt het woord *versoepeling* niet op zijn plaats als de rente negatief is. We zullen hier later op terugkomen. Daarom blijven we positief gestemd over obligaties en handhaven we – op selectieve basis – onze positieve vooruitzichten voor bedrijfsobligaties. Ten aanzien van de aandelenmarkt stellen we ons voorzichtig optimistisch op. We blijven echter waakzaam voor grootschalige correcties.



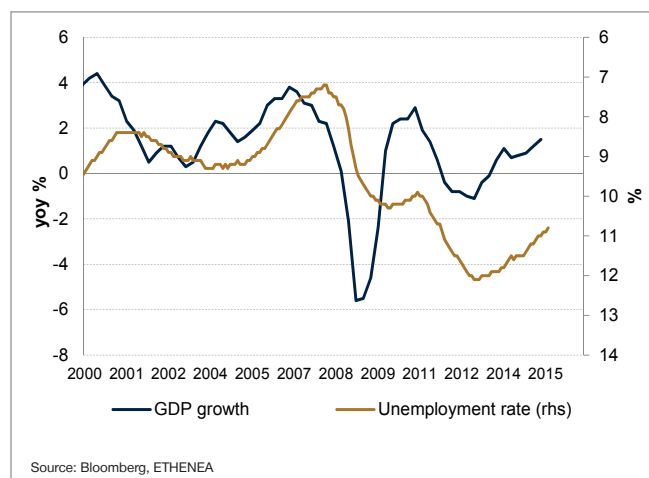
Grafiek 1: De schommelingen van de EURUSD-wisselkoers tijdens de persconferentie van de ECB

Het D-woord

Het lijkt geen twijfel dat het allemaal negatieve verrassingen zijn. Als een patiënt een nieuwe dosis medicijnen krijgt, wijst dat op een zwakkere gezondheid, zelfs als daardoor de pijn onmiddellijk verlicht. Als de patiënt daarentegen geen medicijnen meer nodig heeft omdat hij genezen is, dan hebben we een goede reden om verrast te zijn. Volgens onze Portefeuille-beheerder Peter Steffen is er een aanzienlijke *discrepantie* tussen economische fundamentals en de prestaties van de markten. Wie kan er immers op tegen een afgeladen trein vol liquiditeiten? Als de liquiditeitentrein door de financiële markten dendert, ontstaat er een nieuw elan en stijgen de koersen tot recordhoogtes.

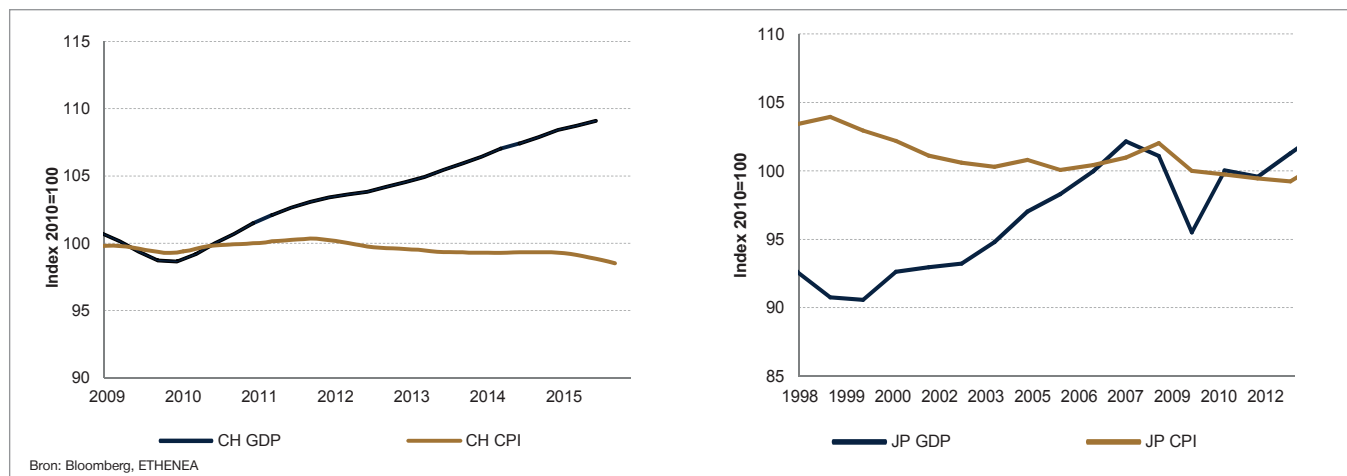
Het Europese QE-programma begon in maart 2015 en zal in ieder geval tot september 2016 voortduren. We zitten nu in november 2015 en slechts de helft van de behandeling is toegediend. Toch wordt er alweer extra medicatie voorgeschreven. Als we naar de macro-economische indicatoren kijken, ligt de noodzaak van een aanvullende versoepeling niet meteen voor de hand. In de eurozone wordt er voor dit en het komende jaar een groei van 1,5% verwacht. Dat is meer dan het potentiële groeipercentage, waaruit kan worden opgemaakt dat deze groei sterk genoeg is om de output gap langzaam te dichten en de werkloosheid te doen dalen (Grafiek 2). Ook de kredietverlening – het voornaamste transmissiemechanisme van het monetair beleid – zit in de lift. Waarom wordt er dan zo koppig vastgehouden aan die monetaire therapie?

Ten eerste hebben de centrale banken opdracht gekregen om de prijzen te stabiliseren. In het geval van de ECB komt dat



Grafiek 2: Langzaam herstel van groei en werkgelegenheid in de eurozone

** Opmerking redactie begin november



Grafiek 3: De angst voor deflatie wordt in twijfel getrokken door de groei in Zwitserland en Japan in tijden van deflatie

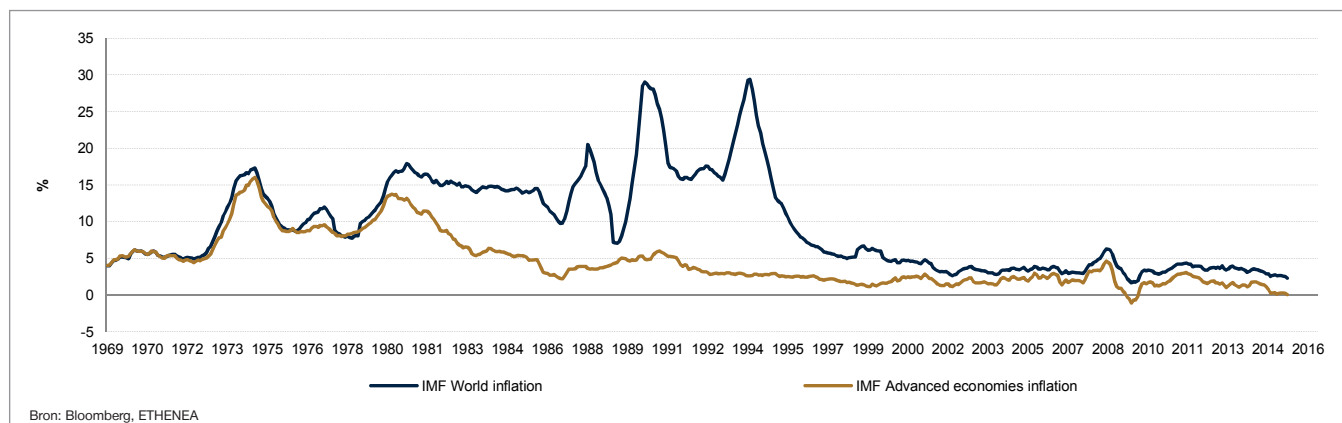
neer op een inflatie van bijna 2 % (maximaal). Om Mario Draghi tijdens de persconferentie te citeren: “Laat ik dit heel duidelijk zeggen: de geloofwaardigheid van een centrale bank hangt af van de mate waarin zij in staat is haar doelstellingen te halen. Hierbij kunnen alle middelen worden ingezet.”² Dit is een variant op het veel gehoorde *whatever it takes* en laat duidelijk zien dat de ECB alles in het werk stelt om haar doelstellingen te halen.

Ten tweede ligt de Grote Depressie, die maar weinigen van ons bewust hebben meegemaakt, nog vers in het collectieve geheugen. Deflatie wordt algemeen geassocieerd met de zwartste bladzijden uit de moderne geschiedenis, met massale werkloosheid en lange rijen voor de gaarkeukens. Tijdens de meest recente persconferentie van de ECB stond de vicepresident van de ECB, Vítor Constâncio, uitvoerig stil bij het gevaar van deflatie en had hij het over een spiraal van schulddeflatie, hoge reële rentevoeten, uitgestelde con-

sumptie en teruglopende bedrijfswinsten. In deze context werpt een eerder dit jaar gepubliceerd onderzoek over de kosten van deflatie³ nieuw licht op dit onderwerp in een historisch perspectief. Het onderzoek beslaat de afgelopen 140 jaar en heeft betrekking op 38 landen. De conclusie staat lijnrecht tegenover de heersende opvattingen: deflatie heeft zelden iets te maken met recessie. Wanneer we het voorbeeld van Zwitserland en Japan nemen, stellen we vast dat Zwitserland sinds 2011 met deflatie geconfronteerd wordt. De consumentenprijzen zijn de afgelopen vier jaar met meer dan 3 % gedaald, maar in diezelfde periode bedroeg de jaarlijkse BBP-groei 1,5 %. In Japan zijn de consumentenprijzen tussen 1998 en 2012 met 4,5 % gedaald, terwijl er een gemiddelde BBP-groei van 0,6 % per jaar werd geregistreerd (Grafiek 3).

Samen tegen deflatie

In het heetst van de wereldwijde financiële crisis hadden de centrale banken de moed om in te grijpen en daar zijn we



Grafiek 4: De wereldwijde inflatie heeft een historisch laagterecord bereikt

² Vertaling uit het Engels „Well, let me state quite clearly that the credibility of a central bank is measured by its ability to comply with its mandate and to this extent any instrument could be potentially used. Bron: <http://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2015/html/is151022.en.html>

³ Bron: http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1503e.htm

ze dankbaar voor. Vandaag de dag vragen we ons af of het zinvol is om ten koste van alles naar inflatie te streven. De marktprijzen reageren meer op bekendmakingen, beloftes en maatregelen van centrale banken dan op ontwikkelingen in het bedrijfsleven. Uit deze bevindingen blijkt dat er sprake is van een zekere discrepantie.

Daarnaast richt het gebrek aan samenwerking tussen de centrale banken ook schade aan. Aangezien vrijwel alle moderne centrale banken een bepaalde inflatiedoelstelling hebben en overall in de wereld *lowflation* heerst, zou een goede samenwerking waarschijnlijk tot een beter resultaat leiden. Volgens de berekeningen van het IMF bedroeg de wereldwijde inflatie in september 2,3 % (0,0 % in de ontwikkelde economieën) – het laagste cijfer (afgezien van een paar maanden in 2009) sinds de start van deze analyses in 1969 (Grafiek 4). Tot voor kort stelden de centrale banken hun maatregelen op elkaar af om hun slagkracht te optimaliseren. In 2008 verlaagden zes centrale banken (de Fed, de ECB en de centrale banken van Canada, het Verenigd Koninkrijk, Zwitserland en Zweden) hun rentevoet.⁴ In 2011 was er opnieuw een groepje van zes centrale banken (de Fed, de ECB en de centrale banken van Canada, het Verenigd Koninkrijk, Zwitserland en Japan) dat besloot noodkredieten in USD aan banken te verstrekken.⁵ Waarom werken centrale banken niet opnieuw samen in de strijd tegen deflatie? *Samen tegen deflatie* zou een krachtig devies zijn. Stel dat de grootste centrale banken met dezelfde negatieve rente komen en een wereldwijd programma van monetaire versoepeling introduceren, waarvan de omvang in elk land evenredig is met het BBP van dat land. Dit zou een maximale impact hebben en een eind maken aan asymmetrieën op het gebied van monetair beleid, die aan de basis staan van de *beggar-thy-neighbour*⁶-valutaoorlog.

In dit opzicht zou een renteverhoging van de Fed in december heel interessant zijn, omdat dit zou betekenen dat de Amerikaanse economie boven het gekrakeel staat en dat de Fed een onafhankelijke maar tevens tegendraadse bank is. Als er daarentegen geen renteverhoging komt, wil dat niet zeggen dat de Fed bereid is tot samenwerking. We zouden daar wel uit kunnen opmaken dat de bank niet onafhankelijk is en niet als enige de soepele monetaire voorwaarden wil afbouwen.

Ook leidt het eerdergenoemde onderzoek naar de kosten van deflatie tot een fundamentele vraag: als er geen correlatie bestaat tussen deflatie en depressie (of tenminste recessie), waarom moet deflatie dan ten koste van alles worden vermeden? Een te lage rente en een overvloedige liquiditeit resulteren in een onjuiste allocatie van kapitaal. Men gaat te veel risico nemen omdat de gevaren onderschat worden en de zoektocht naar rendement wordt een obsessie, waardoor de financiële markten kwetsbaar worden. Als deflatie vooral wordt veroorzaakt door een onevenwichtige verhouding tussen vraag en aanbod op de wereldwijde markten voor grondstoffen en industriële producten en door een verzadigde arbeidsmarkt en de algemene technologische revolutie die onze levensstandaard verhoogt, is monetair beleid niet het juiste middel om deflatie te bestrijden en mogelijk zelfs gevaarlijk. Hoewel een gecoördineerd beleid tegen *lowflation* tot de mogelijkheden behoort, lijkt het vrijwel zeker dat het Europese QE-programma zal worden uitgebreid en dat de nu al negatieve rente nog verder zal worden verlaagd. Op 3 december komt er een nieuwe *D-day*, met de *D* van Draghi en *discrepantie*. Als we hier met beleggersogen op vooruitblikken, is de conclusie dat we ons voorzichtig moeten opstellen.

De geloofwaardigheid van een centrale bank hangt niet alleen af van de mate waarin zij in staat is haar doelstellingen te bereiken, maar ook van haar vermogen om investeerders, consumenten en exporteurs ervan te overtuigen dat ze alles onder controle heeft. Op 15 januari 2015 verloor de zeer betrouwbare Zwitserse centrale bank echter op legendarische wijze controle over haar wisselkoersbeleid. Als gevolg heeft de bank sindsdien minder controle over haar monetair beleid.

Auteurs >>

Guido Barthels

Portfolio Manager, CIO

ETHENEA Independent
Investors S.A.

Yves Longchamp, CFA

Head of Research

ETHENEA Independent
Investors (Schweiz) AG

⁴ Bron: http://www.nytimes.com/2008/10/09/business/09fed.html?_r=1&

⁵ Bron: <http://www.wsj.com/articles/SB10001424052970204012004577069960192509068>

⁶ *Beggar-thy-neighbour* is een economisch beleid waarbij een land probeert, zijn economische problemen op te lossen door de economische situatie van ander landen te verergeren.

Macro-economische vooruitzichten >>

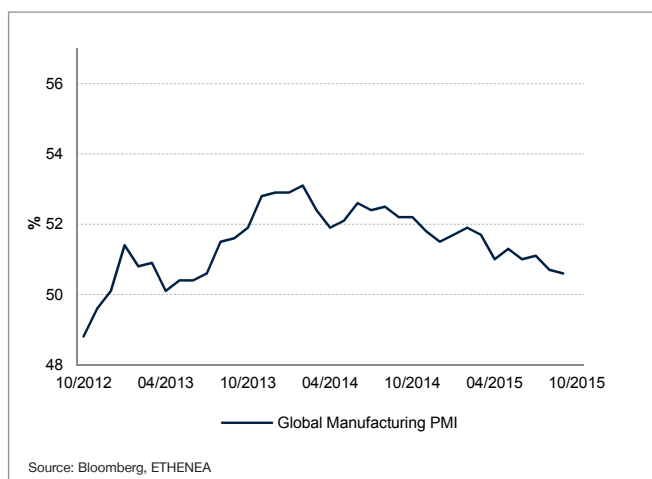
De economische cijfers wijzen nog steeds op een tweedeling in de wereld: enerzijds een sterke dienstensector en anderzijds een zwakke productie- en mijnbouwsector. De industriële productie in Japan, Duitsland, China en de VS is sinds begin dit jaar iets gedaald. Deze ontwikkeling werd bevestigd door de wereldwijde PMI voor de productiesector, die in september licht achteruitging tot 50,6 (Grafiek 5). In de VS liepen de orders voor duurzame goederen terug, wat wijst op een daling van de investeringen. Ook de bezettingsgraad van de productiecapaciteit viel terug. Het Amerikaanse BBP liet in het derde kwartaal echter geen daling van de investeringen zien, met uitzondering van de mijnbouwsector. In Europa zijn de productiecijfers positiever. De orderportefeuilles zijn beter gevuld, met name in Spanje, Italië en Frankrijk. Over het algemeen was er in Duitsland op dit punt echter sprake van een status quo. Terwijl de Duitse export naar China daalde, gaven de exportcijfers naar de eurozone opnieuw blijk van veerkracht.

In de dienstensector is het verschil enorm. In Europa en de VS blijven de indicatoren op een duurzame groei wijzen, maar

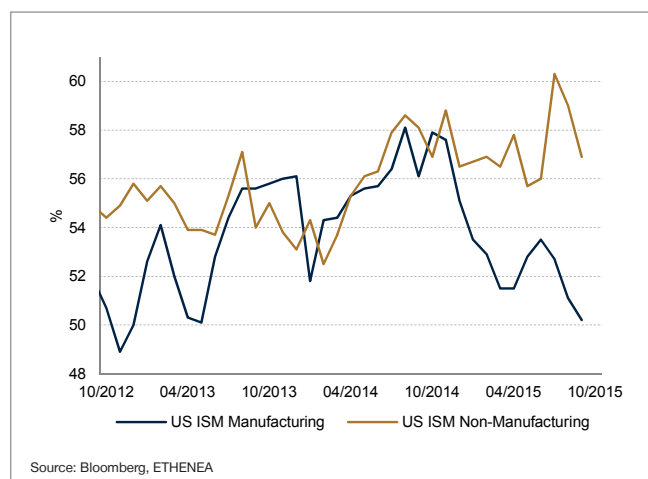
doen er zich geen tekenen van versnelling voor. De indicatoren van het consumentenvertrouwen zijn over de hele linie positief, wat overeenstemt met de algemene verbetering van de arbeidsmarkt. In beide economieën worden de bestedingen van de huishoudens ondersteund door de consumentenkredietverlening.

In China zet de sterk opgezwollen productiesector duidelijk een rem op de economische groei, terwijl de consumptie de steunpilaar is die voorkomt dat de economie te snel vertraagt. De lonen gaan gestaag omhoog en de spaarquote begint te dalen. Hierdoor kon de detailhandelsomzet licht stijgen, terwijl de industriële productie met overheidssteun overeind wordt gehouden. De kredietverlening aan huishoudens en consumenten vertoont een duurzame, bovengemiddelde groei en aangezien het aandeel van de particuliere consumptie in het BBP onder de 40 % ligt – wat lager is dan India, Rusland en Brazilië – heeft deze trend een enorm opwaarts potentieel.

In de rest van Azië is de industriële productie in hoge mate afhankelijk van de buitenlandse vraag, waardoor de produc-



Grafiek 5: De mondiale PMI vertoont een neerwaartse trend



Grafiek 6: In de VS is er duidelijk sprake van twee verschillende ISM-indexen: die van de productiesector en die van de overige sectoren

tiesector in deze regio sterker is gedaald dan in het Westen. De lokale productiesectoren hebben zwaar te lijden onder de stopgezette kapitaaluitgaven in de ontginningindustrie, een teruglopende vraag en een groeiende substitutie van geïmporteerde goederen in China. En die landen kunnen niet rekenen op de stabiliserende invloed van de binnenlandse consumptie. De particuliere consumptie is zwak en het is onwaarschijnlijk dat monetaire versoepeling hier een oplossing kan bieden: door de hoge hefboomratio's stijgt de kredietverlening nauwelijks, ondanks de lage rente, en de zwakke valuta's hebben een negatieve impact op de consumptie. Uit het voorbeeld van Japan blijkt duidelijk dat de devaluatie positief was voor de winstgevendheid van de bedrijven, maar geen duurzame groei van de exportafhankelijke productiesector teweeg kon brengen. Ondertussen gaat de consument, die al een btw-verhoging te verduren kreeg, ook nog gebukt onder hogere importprijzen. Daarom zijn de zorgeloze shoppers in Tokio, Kuala Lumpur en Hongkong voornamelijk Chinese toeristen.

Al met al laten de economische cijfers zien dat de productiesector verder is gedaald en dat de dienstensector waarschijnlijk een cyclisch hoogtepunt heeft bereikt. Uit onze eigen indicatoren van het economisch momentum blijkt dat de algemene activiteit in de eurozone en de VS toeneemt, zij het in een steeds lager tempo.



Auteur >>

Yves Longchamp, CFA

Head of Research
ETHENEA Independent Investors (Schweiz) AG



ETHENEA
managing the Ethna Funds

Uitgever >>



(v.l.n.r.): Daniel Stefanetti, Guido Barthels, Luca Pesarini, Arnaldo Valsangiacomo, Peter Steffen en Yves Longchamp

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 10 · Fax +352 276 921 99
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, 31.10.2015.