



MARKTCOMMENTAAR



The Tempest

2015 zou de voorbode van een perfecte storm kunnen zijn. Het nieuwe jaar is nog jong. Zou de storm aan ons voorbijtrekken?

Inhoud >>

>> [The Tempest](#)

>> [Macro-economische vooruitzichten](#)





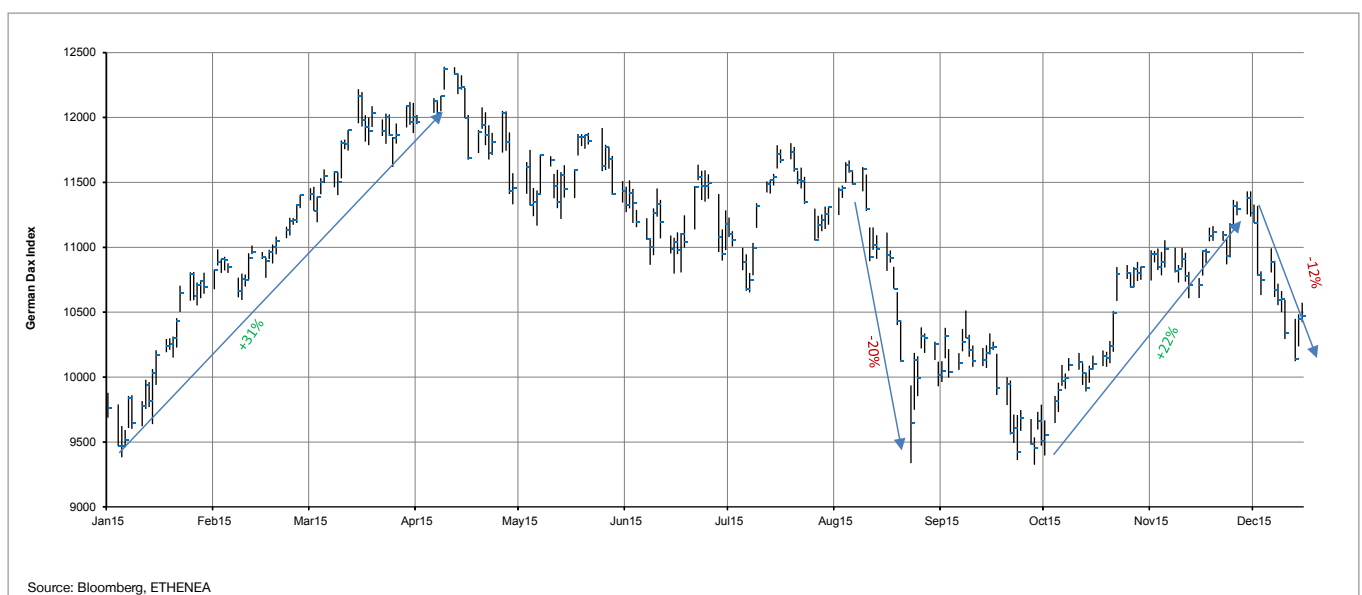
The Tempest

2015 zou de voorbode van een perfecte storm kunnen zijn. Het nieuwe jaar is nog jong. Zou de storm aan ons voorbijtrekken?

Met de woorden “*Hell is empty, and all the devils are here!*”¹ sloeg William Shakespeare in zijn toneelstuk *The Tempest* (De storm) de spijker op de kop. Hij had vast het jaar 2015 in gedachten toen hij dit stuk in 1611 schreef. Toen leek immers de ene ramp de andere op te volgen.

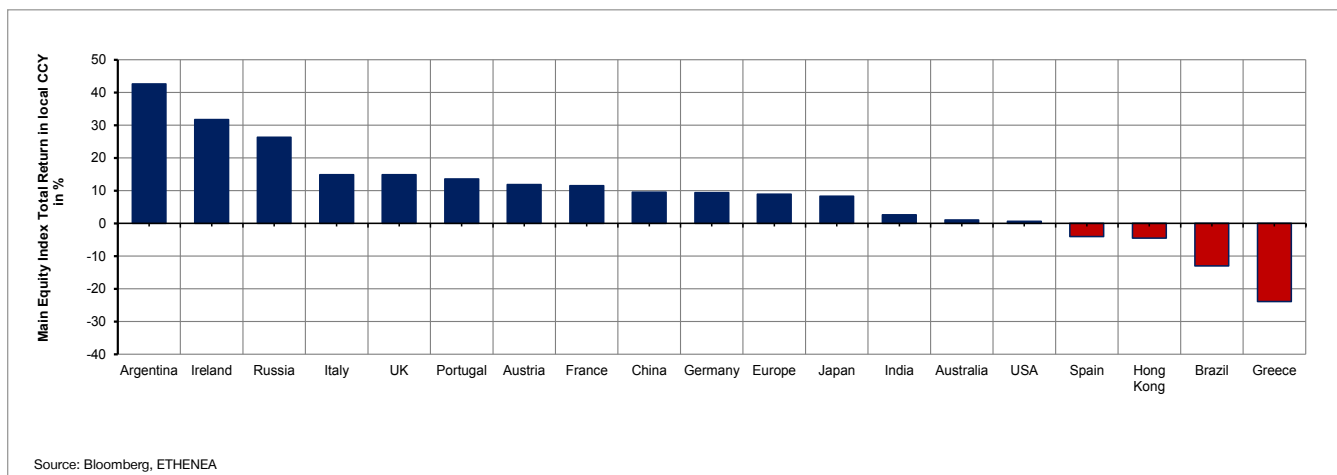
Laten ons op het voorbije jaar terugblikken aan de hand van een niet-limitatieve opsomming van gebeurtenissen: beëindiging van de koppeling tussen de CHF en de EUR, kwantitatieve verruiming door de ECB, aanslag op Charlie Hebdo, neerstorten van het Germanwings-toestel, verkie-

zingen in Griekenland, *redding* van Griekenland, oorlog in Oost-Oekraïne, devaluatie van de Chinese renminbi, oorlog in Syrië en vluchtelingencrisis, het VW-schandaal, het uitblijven van de renteverhoging door de Amerikaanse Fed in september, Daesch ofwel IS, terroristische aanslagen in Parijs, en tot slot in december een renteverlaging door de ECB en een renteverhoging door de Fed. Dit lijstje, dat naar believen kan worden uitgebreid, maakt vooral duidelijk hoeveel schokken de kapitaalmarkt te verwerken kreeg. Dit ging tevens gepaard met afnemende liquiditeit als gevolg van de regelgeving. En alsof dit nog niet genoeg was, was er op

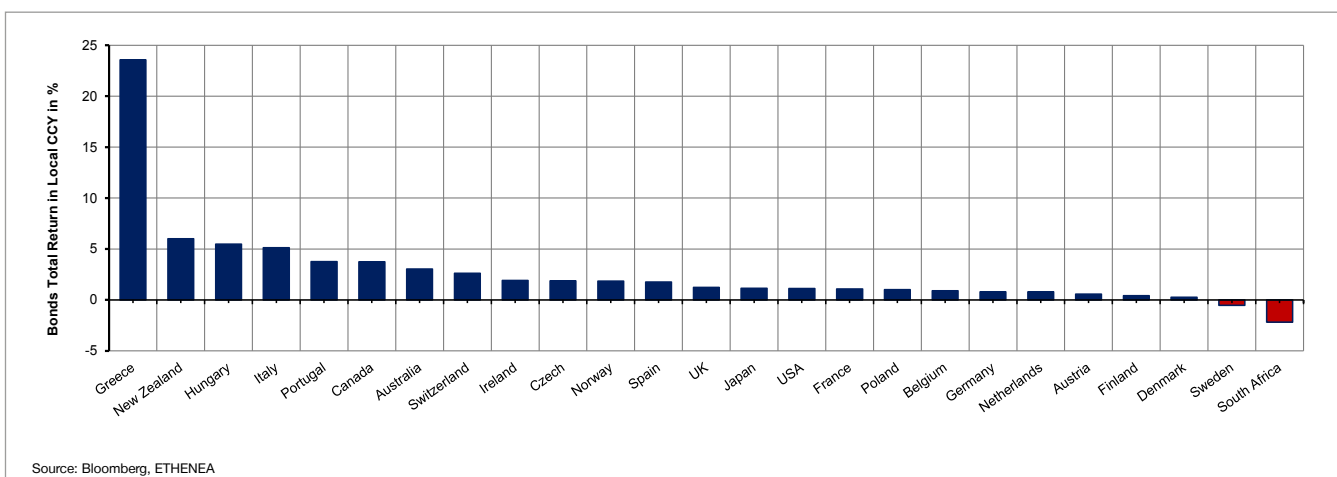


Grafiek 1: Verloop Deutscher Aktienindex (Dax) in 2015

¹ “De hel is leeg en alle duivels bevinden zich hier!”



Grafiek 2: Jaarresultaten van de belangrijkste aandelenindices gemeten in lokale valuta



Grafiek 3: Jaarrendement op de belangrijkste obligatiemarkten voor staatsobligaties met een resterende looptijd van meer dan een jaar

tal van fronten sprake van een sterk verhoogde volatiliteit. Neem bijvoorbeeld de ontwikkeling van de Dax over het hele jaar 2015, die in grafiek 1 als zogeheten *high-low-close-chart* is weergegeven. Alleen al het jaarverloop, met een stijging van +31 % aan het begin van het jaar, een koersdaling van -20 % aan het einde van de zomer, een najaarsrally van +22 % en tot slot weer een inzinking van -12 %² tegen het einde van het jaar, maakt duidelijk hoe gemakkelijk het was fouten te maken.³ Ook de dagelijkse koersfluctuaties waren aanzienlijk. De gemiddelde dagelijkse trading range, die tussen 2000 en 2014 slechts circa 100 punten bedroeg, kwam in 2015 uit op bijna 200 punten. Dat is dus haast een *verdubbeling*. Er waren zelfs enkele dagen waarop de gecumuleerde dagelijkse verandering van de Dax meer dan 1000 punten bedroeg. Ook daaruit blijkt hoe gemakkelijk het was om sterke verliezen te lijden, of juist hoge winsten te behalen.

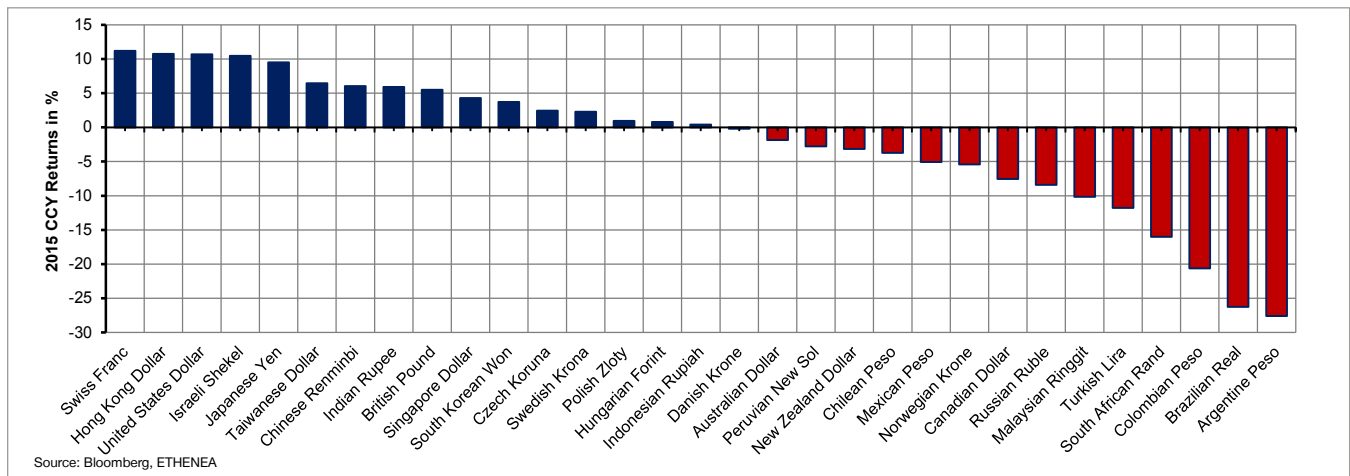
Grafiek 2 geeft een overzicht van het jaarrendement van de belangrijkste aandelenbeurzen in lokale valuta. Ook hier geldt,

net als bij de Dax, dat één cijfer een zeer onvolledig beeld van de totale marktdynamiek kan geven. Al bij al is 2015 beslist een goed aandelenjaar te noemen. Dit is natuurlijk enkel het geval voor de belegger die zich de luxe kon permitteren om niet stil te staan bij risico of volatiliteit (wat de facto in strijd is met ons mandaat).

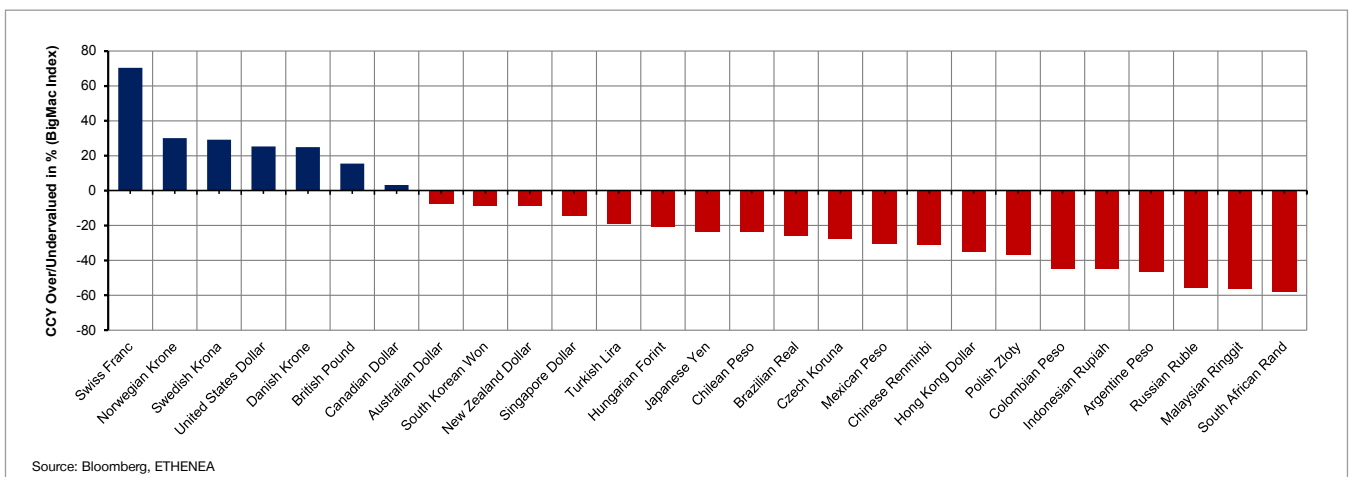
Op de obligatiemarkten ging het er echter anders aan toe. Wanneer uitschieter Griekenland, met een rendement van bijna 25 %, buiten beschouwing wordt gelaten, bleef het rendement in de overige regio's, zoals verwacht, beperkt (Grafiek 3). Maar net als bij de aandelenmarkten zegt ook hier een enkel cijfer weinig over de ontwikkelingen gedurende het hele jaar. Voor obligaties gold en geldt nog steeds dat de beleggers met enorme koersschommelingen te kampen hebben, zowel *intra-* als *interday*. Maar als gevolg van de marktstructuur, die voornamelijk bestaat uit otc-handel, is de liquiditeitsituatie hier nog veel krappere dan op de aandelenmarkt. Maar daarover later meer.

² Stand: 23 december 2015

³ Alle cijfers: Bloomberg



Grafiek 4: Procentuele verandering van de valuta ten opzichte van de EUR in 2015



Grafiek 5: Procentuele over- of onderwaardering van de valuta ten opzichte van de EUR volgens de Big Mac-index

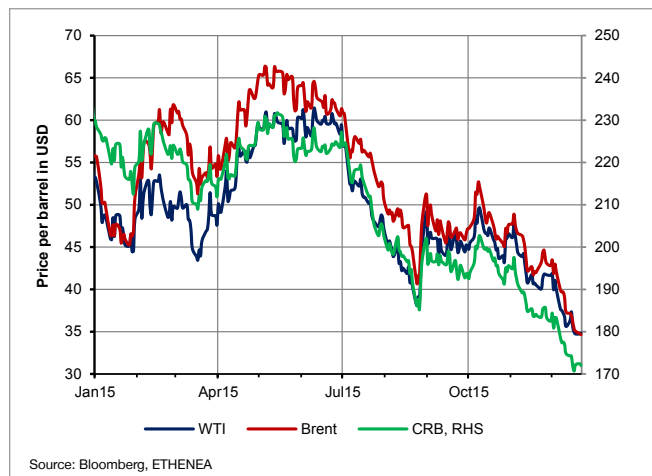
Het is vrijwel onmogelijk om op de wereldwijde aandelen- en obligatiemarkten te beleggen zonder rekening te houden met de valuta's. Zonder het indekken van wisselkoersrisico's blijken heel wat beleggingen namelijk een stuk minder winstgevend dan met afdekking. Het is daarom zinvol om de valutacomponent nauwkeuriger onder de loep te nemen en de kosten en risico's van een afdekking te onderzoeken. Vaak leidt zo'n analyse tot de conclusie dat de op het eerste zicht winstgevend valutamarkten toch niet zo veel rendement opleveren. De jaarlijkse verandering van een vreemde munt ten opzichte van de euro varieert van +11 % tot -27 %, wat aangeeft in welke mate volatiliteit speelt op deze markt (Grafiek 4).

Teneinde dit ten volle te vatten zouden we graag dieper ingaan op de theorie van de koopkrachtpariteit (Purchasing Power

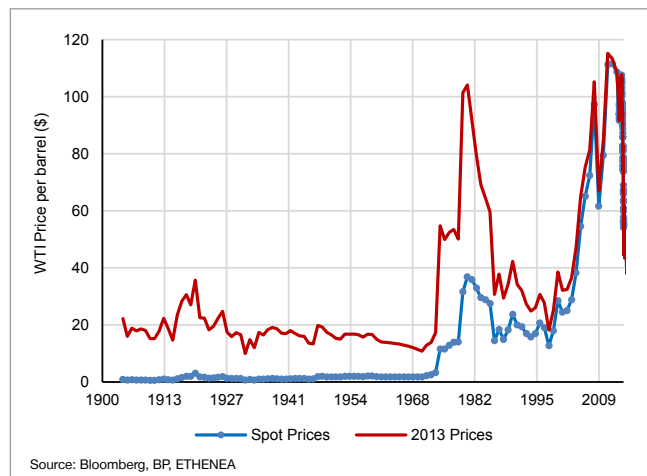
Parity, PPP)⁴. Deze zou in de lange termijn van toepassing zijn tussen de verschillende munten. Het tijdschrift *The Economist* bedacht in 1986 de zogeheten Big Mac-index, waarin de prijzen van de bekende hamburger over heel de wereld met elkaar worden vergeleken. Uit grafiek 5 blijkt dat de Zwitserse frank, bij toepassing van deze eenvoudige methode, 70 % overgewaardeerd is. De Zuid-Afrikaanse rand vormt, met een onderwaardering van bijna -60 %, het andere uiterste. Deze index is echter niet bruikbaar voor koop- of verkoopbeslissingen, aangezien koopkrachtpariteit (als die al bestaat) slechts een evenwicht op lange termijn aangeeft. Om het met de woorden van John M. Keynes te zeggen: "Markets can remain irrational longer than you can remain solvent."⁵ Zo zou een shortpositie in de Zwitserse frank zinvol gekeken hebben op basis van diens overwaardering van ruim 40 % eind 2014. Maar niets is minder waar aangezien deze overwaardering

⁴ Er is sprake van koopkrachtpariteit (KKP) tussen twee landen in dezelfde valutazone, wanneer een bepaald pakket goederen en diensten in beide landen voor hetzelfde bedrag kan worden gekocht. Als twee verschillende valutazones worden vergeleken, dan worden de bedragen door middel van wisselkoersen vergelijkbaar gemaakt. In dit geval is er koopkrachtpariteit wanneer beide munten op basis van de geldende wisselkoers dezelfde koopkracht hebben en men zodoende hetzelfde pakket goederen en diensten kan kopen. Als er koopkrachtpariteit tussen twee landen heerst, is de nominale koers gelijk aan de reële wisselkoers. Bron: <https://de.wikipedia.org/wiki/Kaufkraftparit%C3%A4t>

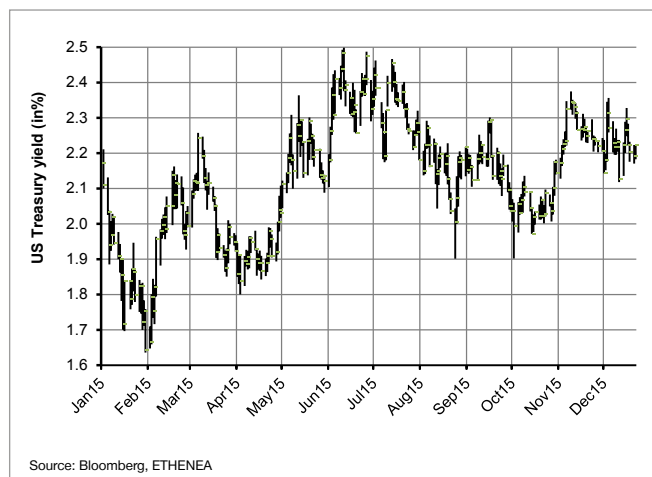
⁵ „Markten kunnen langer irrationeel blijven, dan u solvabel kunt zijn.“, Bron: https://en.wikiquote.org/wiki/John_Maynard_Keynes



Grafiek 6: Verloop van de prijs van WTI en Brent ruwe olie en van de CRB-grondstoffenindex



Grafiek 7: Verloop van de prijs van WTI ruwe olie (spot) en gecorrigeerd voor inflatie



Grafiek 8: Verloop van het rendement van de 10-jarige US-Treasury*



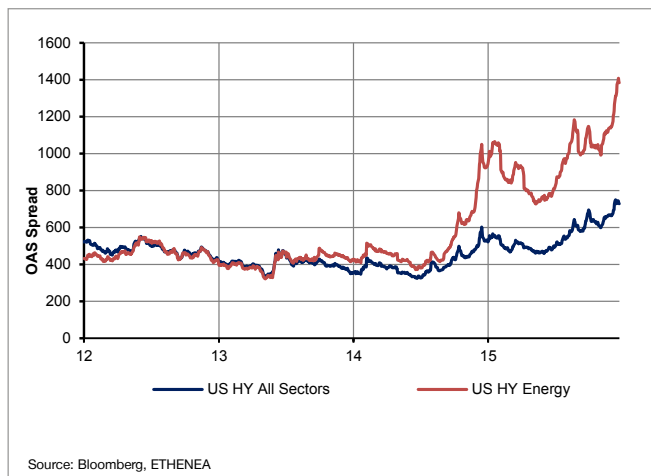
Grafiek 9: Verloop van het rendement van de 10-jarige US-Treasury

eind 2015 opliep tot meer dan 70 %. Anders gezegd: de Big Mac-index kan slechts een van de vele elementen zijn die de basis vormen voor een weloverwogen beleggingsbeslissing. Natuurlijk is de index wel bijzonder nuttig bij het zoeken naar een goedkope vakantiebestemming.

Ter volledigheid moeten we in deze terugblik ook rekening houden met de oliesector. Grafiek 6 geeft de prijs weer van twee belangrijke soorten ruwe olie, Brent en West Texas Intermediate (WTI), en de CRB-grondstoffenindex. De instorting van de olieprijs met de daaruit voortvloeiende druk op de inflatie in de consumerende landen kan op het eerste zicht beangstigend zijn. Dat is echter alleen het geval als naar het prijsverloop op kortere termijn wordt gekeken. Grafiek 7 toont het verloop van de olieprijs sinds 1900. De prijsdaling van meer dan USD 100 naar iets minder dan USD 40 ziet er dramatisch uit, maar dit prijsniveau is, zelfs gecorrigeerd voor inflatie, niet zo laag als men zou denken. Op langere termijn lijkt een bandbreedte tussen USD 15 en USD 40 eerder de norm te zijn, behalve tijdens de oliecrisis in de jaren '70 van de vorige eeuw en de pieken sinds het begin van deze eeuw. Het is echter allemaal een kwestie van perspectief. Wie niet in een land woont dat

dankzij de vroegere extreme prijsstijgingen een enorme rijkdom heeft opgebouwd, zou op zijn minst blij moeten zijn met het positieve conjunctuureffect dat de lage olieprijs op andere landen heeft. Het negatieve effect op de inflatie is in elk geval slechts van tijdelijke aard, ofwel *transitory*, om het met de woorden van de Fed te zeggen.

Laten we tot slot nog even naar de obligatiemarkten kijken. Grafiek 8 toont de *high-low-close-chart* van het 10-jarige US-Treasury-rendement over 2015. Terwijl grafiek 3 liet zien dat de US-Treasury-markt over het hele jaar 2015 met slechts 1,1 % gestegen was, geeft grafiek 8 een genuanceerder beeld. Gezien het uiterst turbulente jaar 2015, mag men haast trots zijn op een winst van meer dan 1 %. Het is niet moeilijk zich voor te stellen hoe hoog de indekkingskosten voor de rentegevoeligheid geweest moeten zijn, aangezien haast geen enkele belegger zich bij deze aanhoudend lage rentes louter buy-and-hold-strategieën kan veroorloven. Daarvoor is het rendement van zo'n *carry trade* gewoon te laag. Daarnaast is een zicht op de langetermijnontwikkeling van de Amerikaanse obligatierendementen ook zinvol. Grafiek 9 geeft het rendement weer van 10-jarige Amerikaanse staatsleningen



Grafiek 10: Ontwikkeling van de creditspreads op de Amerikaanse high yield-markt



Grafiek 11: Verloop van de IBOXX USD high yield-index en de overeenkomstige ETF's

sinds 1871, wat gelijkstaat aan een tijdspanne van 144 jaar. Het gemiddelde rendement over deze periode bedraagt 4,6%. Wanneer we echter de periode sinds 1973, het begin van de eerste oliecrisis, buiten beschouwing laten, daalt dit gemiddelde naar 3,7%. Daarmee is het huidige niveau van 2,2% weliswaar nog steeds laag, maar is het wat ons betreft toch minder verontrustend.

Last but not least kijken we nog even naar grafiek 10. Hierin vertonen we het verloop van de creditspreads van de totale Amerikaanse high yield-markt en van de Amerikaanse high yield-energiesector. Deze laatste omvat veel bedrijven die betrokken zijn bij de weinig rendabele winning van schalieolie of -gas. Deze sector heeft te lijden onder de aanhoudende daling van de olieprijs. Maar dit is slechts één kant van het verhaal. Een stuk interessanter is het succesverhaal van de zogeheten ETF's (*Exchange-traded funds*). Alles begint met de veronderstelling dat ETF's een liquide alternatief vormen voor directe beleggingen, met name in het high yield-segment waar de liquiditeit zeer beperkt is. Maar omdat ETF-beheerders meestal geen liquiditeiten mogen aanhouden, moeten ze alle

inflows meteen beleggen met alle gevolgen van dien voor de onderliggende markten. De spreads zijn zo sterk gekrompen dat ze geen adequate afspiegeling meer vormen van het onderliggende kredietrisico van de emittent. Dit leidt onder meer tot een verkeerde allocatie van kapitaal. Een ander gevolg vindt plaats in geval van uittredingen uit zulke producten. Gezien ze geen liquiditeitsbuffer hebben, moeten ze activa verkopen om dit mogelijk te maken. Door de reeds krappe liquiditeits-situatie in de bedrijfsobligatiemarkt veroorzaakt dit pas echt overdreven reacties (Grafiek 10), zoals de sell-off in het high yield-segment van de energiesector onlangs aantoonde. De spreads, die met 1000 basispunten al hoog waren, liepen op tot maar liefst 1400 basispunten. Daarnaast brengt een bestudering van grafiek 11 verdere, verontrustende ontwikkelingen aan het licht. Ook hiervoor richten we het vizier op twee elementen van de Amerikaanse high yield-markt: enerzijds een index van aanbieder IBOXX en anderzijds een ETF die deze index volgt. Uit de jongste koersdaling blijkt dat de ETF nu min of meer op eenzelfde niveau staat als op de dag waarop Lehman failliet ging. De index zelf is hier nog mijlenver van verwijderd. De lezer mag hieruit zijn eigen conclusies trekken, maar index-tracking lijkt toch niet altijd optimaal.

Wat betekent dit alles nu voor 2016?

Kort samengevat verwachten wij min of meer een voortzetting van 2015.

De woorden *turbulent* en *volatiel* zullen ook in 2016 op adequate wijze de kapitaalmarkt beschrijven. In het licht van de macro-economische indicatoren die onze Head of Research Yves Longchamp op de volgende bladzijden zal toelichten, zijn geen grote veranderingen in de rendementen te verwachten. De Europese obligatiemarkten, vooral de Bunds, leveren weinig aantrekkelijke rendementen op. Alleen de Amerikaanse obligatiemarkt lijkt nog wat potentieel te bieden. Volgens onze verwachting zal de VS verder groeien ondanks het feit dat ze het hoogtepunt van de groei al achter de rug heeft. Die creditspreads in beide regio's zijn niet zozeer een weerspiegeling van de waarde en het werkelijke default-risico, maar veeleer het resultaat van vraag en aanbod in een krappe markt. Voor koopjesjagers zijn er hier en daar al kansen te vinden.

De aandelenmarkten zullen ook op dezelfde voet verdergaan als in 2015, namelijk met een hoge volatiliteit. Kortom: geen markt voor bangeriken. Of zich in 2016 uiteindelijk een nieuwe trend zal aftekenen, is van zoveel exogene variabelen afhankelijk dat wij daarover geen voorspellingen willen doen.

In het algemeen evolueert de marktstructuur eerder naar een omgeving met minder zekerheid dan een met meer zeker wanneer ingrijpende verstoringen plaatsvinden. De toenemende regulering, gecombineerd met een dalend aantal marktdeelnemers en een lagere risicobereidheid, alsmede bescheiden rendementen en hogere aandelenkoersen zouden de voorboden kunnen zijn van een *perfecte storm*. Precies

zo'n storm beschrijft Sebastian Junger in zijn boek over de ondergang van de vissersboot *Andrea Gail*.⁶ Dit kwam door het samenvallen van een tornado, een tropische storm en een polaire storm en had fatale gevolgen voor de bemanning van het schip.

Wij blijven natuurlijk voorzichtig en trouw aan ons mandaat van kapitaalbehoud om te voorkomen dat ons in 2016 hetzelfde lot beschoren is als de bemanning van de *Andrea Gail*.



Auteurs >>

Guido Barthels

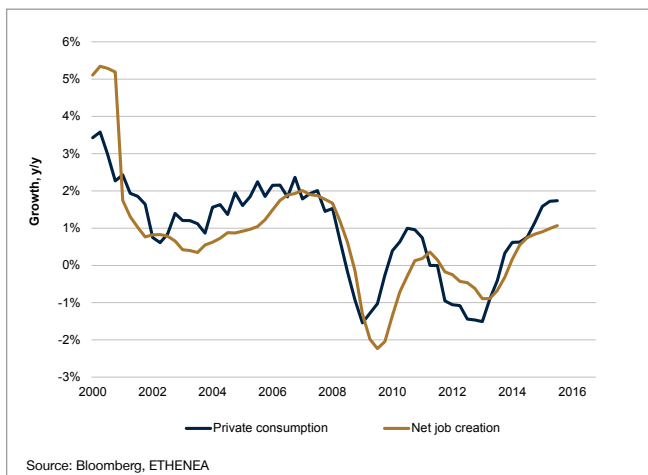
Portfolio Manager, CIO
ETHENEA Independent
Investors S.A.

Yves Longchamp, CFA

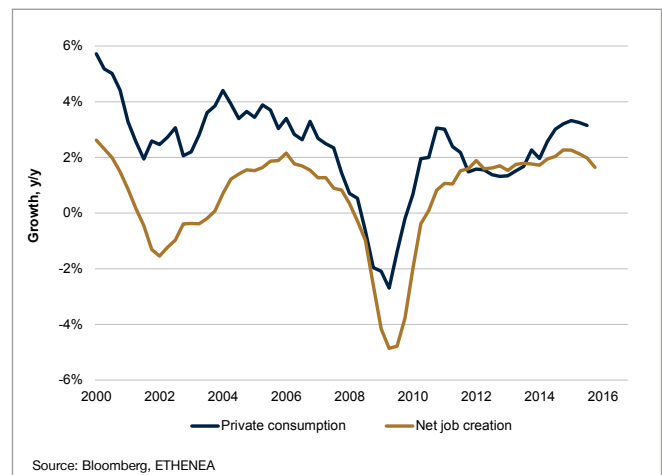
Head of Research
ETHENEA Independent
Investors (Schweiz) AG

⁶ The *Perfect Storm* is een boek van Sebastian Junger uit 1997. Het vertelt het waargebeurde verhaal over de ondergang van de vissersboot *Andrea Gail* in oktober 1991.
Bron: https://de.wikipedia.org/wiki/The_Perfect_Storm.

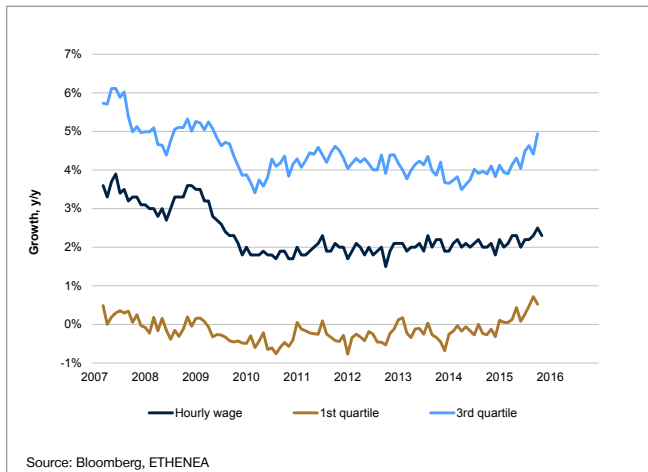
Macro-economische vooruitzichten >>



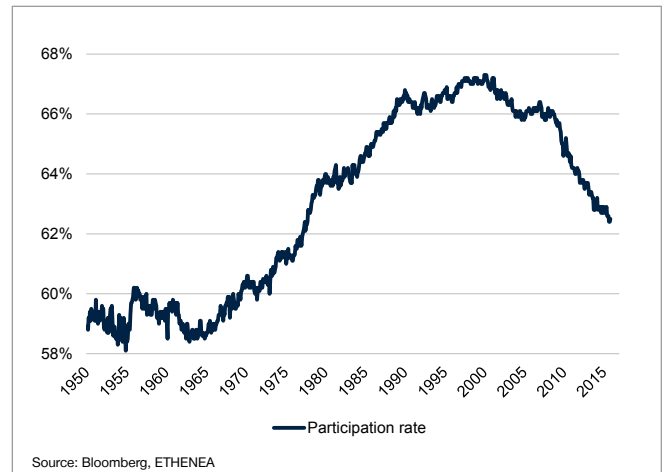
Grafiek 12: Particuliere consumptie en werkgelegenheid in de eurozone



Grafiek 13: Particuliere consumptie en werkgelegenheid in de VS



Grafiek 14: Uurlonen stijgen in de VS



Grafiek 15: Amerikaanse arbeidsmarktparticipatie

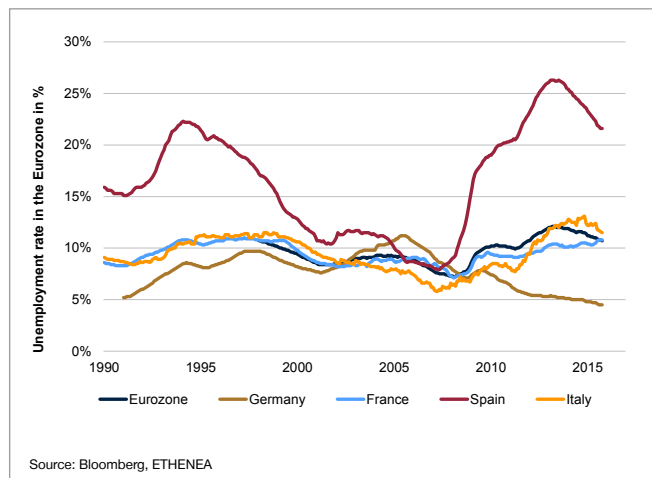
Een aaneenschakeling van crises, zo kan 2015 het best worden samengevat. Wat dit jaar voor ons in petto heeft, is per definitie onbekend. Wel staat vast dat we waakzaamheid en flexibiliteit hoog in het vaandel blijven dragen. We verwachten met andere woorden dat dit jaar in grote lijnen vergelijkbaar zal zijn in termen van economische cycli. Toch zien we een belangrijk verschil: vrijwel alle risico's zouden negatieve consequenties hebben.

De eurozone en de Verenigde Staten

Ons hoofdscenario voor dit jaar is dat de drijver van groei in de eurozone en de VS grotendeels dezelfde blijft: de particuliere

consumptie zal waarschijnlijk verder toenemen onder invloed van de situatie op de arbeidsmarkt (Grafiek 12 & 13). Zowel in de VS als de eurozone is het herstel hoofdzakelijk toe te schrijven aan deze component. Investerings, het meest volatiele onderdeel van de groei, staan nog altijd op een laag pitje en de netto-export blijft zowel in Europa als in de VS zwak, ondanks een wezenlijk verschil wat de valuta betreft.

Wij verwachten dat de Amerikaanse arbeidsmarkt dynamisch zal blijven, zij het op een andere manier. Nu de werkloosheid zich min of meer in een evenwichtstoestand bevindt, wordt het namelijk moeilijker om extra werknemers in dienst te nemen. Hierdoor zullen de lonen naar verwachting gestaag beginnen



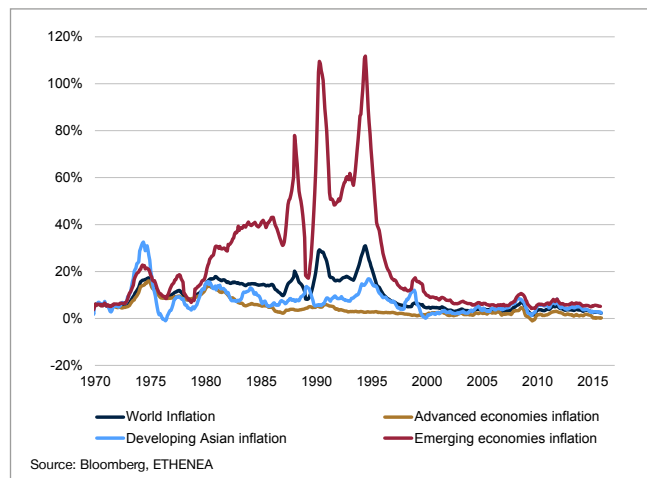
Grafiek 16: Werkloosheid in de eurozone

toenemen. Uit statistieken blijkt dat de beweging richting loon-inflatie begonnen is. Grafiek 14 toont dat de lonen grofweg aan momentum gewonnen hebben. Zo laat het eerste kwartiel zien hoe lonen in de slechtst betaalde categorie stijgen, daarenboven geeft het derde kwartiel weer hoe ook de lonen voor de best betaalde banen toenemen. Stijgende lonen suggereren daarnaast ook dat het voor werkzoekenden moeilijker wordt om terug toe te treden tot de arbeidsmarkt (Grafiek 15).

Tegen deze achtergrond verwachten we dat de consumptie in 2016 robuust zal blijven zolang het verlies van momentum op vlak van de banengroei wordt gecompenseerd door stijgende lonen en consumptiekredieten. Hoe deze transitie in realiteit zal verlopen blijft onduidelijk. Wij denken dat banengroei en consumptie hun topsnelheid hebben bereikt en dit jaar waarschijnlijk langzaam zullen afvlakken. Deze ontwikkeling zal ook door de Fed nauwlettend in de gaten worden gehouden. Mochten stijgende lonen en krachtige consumptie leiden tot een aanhoudend matige groei zou dit de Fed immers argumenten geven voor een restrictiever beleid.

Daarnaast verwachten wij dat deze transitie geleidelijk zal plaatsvinden en dat de Fed de rente eveneens geleidelijk zal verhogen, zijnde tweemaal in 2016. De Fed zal immers tegenstrijdige belangen met elkaar moeten verzoenen. Enerzijds liggen stijgende lonen – zeker voor een arbeidseconoom zoals Fed-voorzitter Janet Yellen – aan de grondslag van hogere inflatie en vormen deze dan ook een hoofdreden om het monetair beleid sneller te verkrappen. Maar anderzijds zou een versneld restrictief beleid zorgen voor een versterking van de reeds overgewaardeerde dollar. Deze laatste evolutie zou de economie mogelijk anderszins vertragen en daarmee een rem zetten op de inflatie.

In de eurozone is de situatie anders, aangezien de bedrijfscyclus daar enkele jaren achterloopt op de VS. Zo hebben het bbp en de werkgelegenheid hun niveau van voor de crisis nog niet bereikt, terwijl in de VS beide indicatoren de eerdere piekniveaus ruimschoots overtreffen. De inhaalbeweging van de vraag in de



Grafiek 17: Lowflation overall

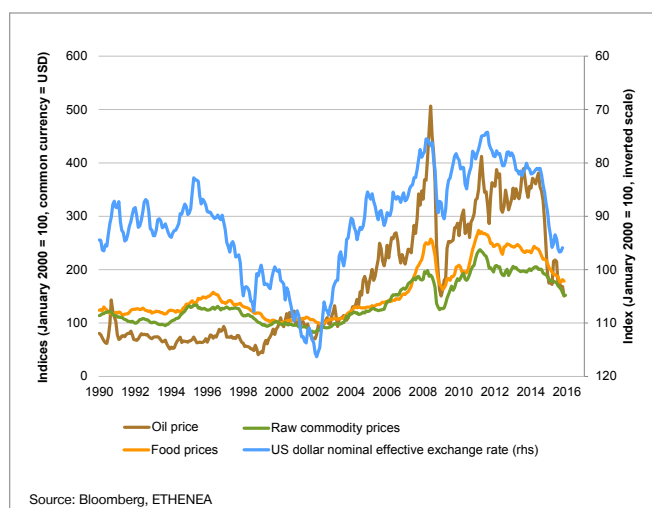
perifere eurolanden, verbeterende werkgelegenheidskansen en enige fiscale versoepeling zullen de groei in de eurozone in 2016 naar verwachting ten goede komen. De eurozone is natuurlijk een heterogene samenstelling van economieën, en de verschillen zijn legio. Zo stijgt de werkloosheid in Frankrijk onafgebroken sinds de wereldwijde financiële crisis, terwijl deze zich in Duitsland op het laagste peil sinds de hereniging bevindt. In Italië, en voornamelijk in Spanje, is de werkloosheid hoog maar loopt deze terug (Grafiek 16).

We zijn dit jaar positief gestemd over de economische vooruitzichten voor de eurozone als geheel. Net als in de VS staat of valt ons scenario met verdere verbetering van de arbeidsmarkt en de consumptie. Een positieve verrassing zou uit de hoek van de investeringen kunnen komen. Terwijl van deze laatste component vorig jaar nagenoeg geen sprake was, vertoont de vraag naar krediet de afgelopen maanden al tekenen van herstel. Als deze trend zich doorzet, hebben we mogelijk een tweede groeiaandrijver. Vergeleken met de VS zijn de voorlopige indicatoren van de industriële sector in de eurozone aan de beterende hand, hetgeen de kans groter maakt dat investeringen in 2016 zullen aantrekken.

In de eurozone blijven politieke risico's bestaan en deze kunnen te allen tijde voor een terugslag zorgen. Het is duidelijk dat Griekenland kwetsbaar blijft en dat deze kwestie zich in de loop van het jaar opnieuw zal opdringen. De gevolgen van een mogelijke Brexit, de vluchtelingencrisis en eventuele nieuwe terroristische aanslagen zijn reële risico's die het kwetsbare herstel ondermijnen.

Tijdens haar laatste bijeenkomst in 2015 heeft de ECB haar monetair beleid aanzienlijk versoepeld. Toch bleek uit de daaruit volgende koersbewegingen dat de marktdeelnemers duidelijk teleurgesteld waren. Volgens ons scenario van groei en stabiele kerninflatie in de eurozone zien we geen behoefte aan een verdere versoepeling van het Europese monetair beleid. We hebben het *Draghi-moment*, of met andere woorden het punt van maximale versoepeling, bereikt.

Wat de inflatie betreft, is *lowflation* een mondiaal fenomeen, zoals blijkt uit grafiek 17. Inflatie behoort tot de economische variabelen die lastiger te voorspellen zijn. Dit is te wijten aan het feit dat deze afhangt van meerdere factoren die in verschillende mate een invloed uitoefenen. Sinds de wereldwijde inflatieconvergentie in het midden van de jaren 90 bewegen de koersen synchroon en is de inflatie laag. Ondanks fors schommelende grondstoffenprijzen en een ongekend soepel monetair beleid in de afgelopen 15 jaar, is de inflatie nagenoeg onveranderd gebleven. Tussen 2002 en 2008 zijn de mondiale prijzen (voedsel, energie en industriële grondstoffen) namelijk minimaal verdubbeld zonder dat de inflatie hierdoor wezenlijk werd beïnvloed. Het was tevens een periode van snelle groei en kredietschepping. Vrij opmerkelijk naar ons idee is de nauwe samenhang tussen de waarde van de Amerikaanse dollar en het wereldwijde prijspeil. Grafiek 18 geeft weer hoe de mondiale prijzen sinds 1995 stevast zijn gedaald wanneer de Amerikaanse dollar steeg, en omgekeerd.

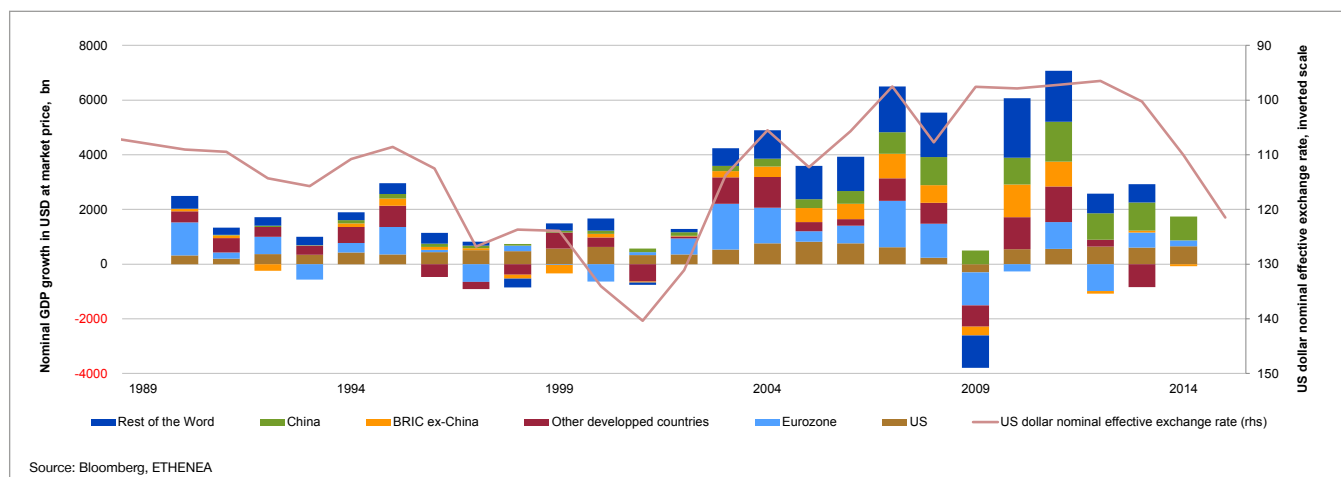


Grafiek 18: Globale prijzen en de US dollar

Wij denken dat een sterke dollar de wereldwijde deflatoire druk in de hand werkt en de groei van de wereldeconomie afremt. Grafiek 19 laat zien hoe de wereldwijde groei van het nominale bbp en de Amerikaanse dollar zich in de afgelopen 25 jaar hebben ontwikkeld. Perioden van snelle groei hangen samen met een zwakkere dollar. De dollar-index die wordt weergegeven in de grafiek heeft een omgekeerde schaal. Dit betekent dat een dalende dollar gekoppeld is aan een stijgende lijn. Sinds 2012 is de Amerikaanse dollar fors gestegen en is de groei afgevlakt. Voor een uitvoerige bespreking van dit onderwerp verwijzen wij de lezer naar onze Marktcommentaar van september 2015⁷.

De Amerikaanse dollar mag dan misschien niet te sterk zijn voor de Amerikaanse economie. De Fed heeft immers haar monetair beleid kunnen verkrappen. Maar deze is beslist te sterk voor de rest van de wereld, met name voor landen waarvan de valuta is gestegen ten opzichte van de dollar, zoals de Chinese renminbi. Los van wat een goede schatting is van de reële waarde van de USD, kunnen we stellen dat deze overgewaardeerd is. Om deze reden verwachten we dat de euro dit jaar sterker zal worden. Dit wordt tevens gesteund door onze verwachting dat de Amerikaanse bedrijfscyclus zijn piek bereikt heeft en de monetaire beleidsdivergentie al in de EURUSD-koers ingespijld is.

Als ons scenario zich uitrolt zoals verwacht, zal de wereldwijde deflatoire druk waarschijnlijk afnemen onder invloed van de dalende Amerikaanse dollar. Deze zou ruimte moeten maken voor de heropleving van grondstoffenprijzen en de wereldwijde groei zou weer enigszins moeten aantrekken. Maar wat als dit gepaard gaat met een snelle stijging van de euro? Het zou de ECB een reden kunnen geven om haar monetair beleid opnieuw te versoepelen om duidelijk te maken dat de Europese en de Amerikaanse centrale bank een verschillende benadering hanteren. Dit alles om te voorkomen dat de eenheidsmunt in waarde stijgt. Het is duidelijk dat zo'n scenario voor ons een risico vormt. Als de dollar verder zou stijgen en ten opzichte



Grafiek 19: Regionale bijdrage tot de wereldwijde bbp-groei (in miljard USD) en de US dollar

⁷ Wie zich verder wil verdiepen in dit onderwerp bevelen wij onze laatste Marktcommentaar van september aan met als titel [The China Syndrome 2.0](#).

van de euro onder pari zou zakken, zoude onze vooruitzichten op zijn zachtst gezegd op losse schroeven komen te staan. De Amerikaanse dollar is een belangrijke variabele voor ons en de ontwikkeling ervan zal waarschijnlijk een van de voornaamste redenen zijn om wijzigingen aan te brengen in onze verwachtingen voor dit jaar.

Een ander risico voor ons scenario is China, niet zozeer vanwege de vertraging van de Chinese economie, dan wel vanwege de snelle kredietgroei die het land de afgelopen jaren heeft gekend.

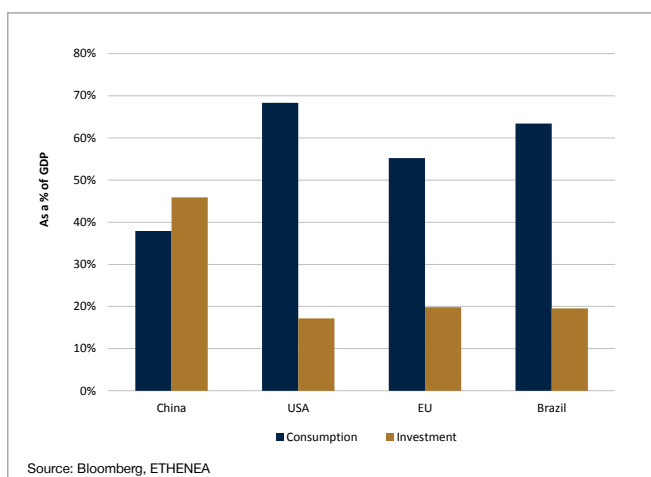
Asia

De Chinese economie maakt momenteel de overgang van een op investeringen en export gebaseerd model naar een meer op consumptie gerichte groeimodel. Het minste wat we kunnen zeggen is dat er nog een lange weg te gaan is. Het huidige aandeel van particuliere consumptie in het Chinese bbp is laag vergeleken met andere regio's zoals de VS, de eurozone en zelfs Brazilië (Grafiek 20). Deze transitie, die te danken is aan de wijze waarop China succesvol de

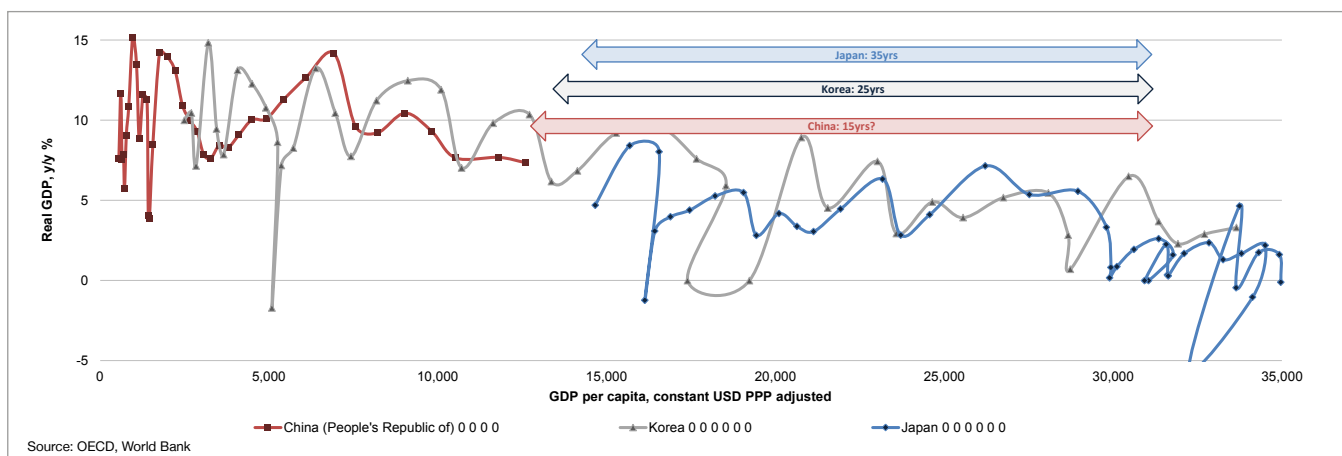
armoede heeft uitgeroeid en het bbp per capita heeft weten te verhogen, doet sterk denken aan twee befaamde Aziatische succesverhalen. Japan en Zuid-Korea hebben eerder een soortgelijk ontwikkelingstraject doorgemaakt, zoals te zien is in grafiek 21. Ondanks de gelijkenissen lijken deze landen zich in een hoger tempo te ontwikkelen. Puur afgaand op deze indicatoren zal het bbp per capita en de groei in China pas in 2030 vergelijkbaar zijn met waar Zuid-Korea en Japan momenteel staan. Dit betekent ook dat de Chinese groei de komende decennia structureel zal afvlakken.

De structurele vertraging van de Chinese economie is echter goed gedocumenteerd en niet noodzakelijkerwijs een risico. Het is geen transitie die aangedreven wordt door de politiek, maar een fenomeen dat onlosmakelijk verbonden is met de economische ontwikkeling. Andere landen hebben deze kentering reeds goed doorstaan, al ging dit gepaard met volatiliteit. De toenemende snelheid van de economische ontwikkeling werkt de kwetsbaarheid in de hand en vormt een verschil met voorbeelden uit het verleden. Dit is echter niet de enige factor. Vergeleken met Japan in de jaren 80 of Korea in de jaren 90 is China nu al een mondiaal economisch machtsblok. In deze laatste regio werd de groei de afgelopen jaren in hoge mate gefinancierd door krediet. Dit hefboomeffect is een van de voornaamste redenen waarom de Chinese groei broos lijkt.

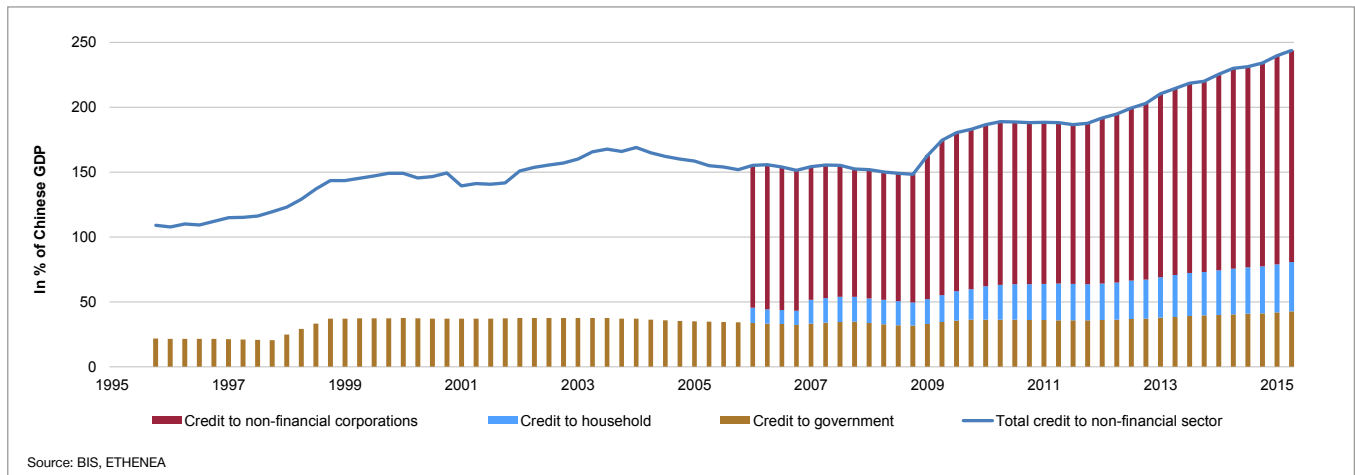
Voor lezers die zich in deze materie willen verdiepen, volgen hier een aantal cijfers van de Bank voor Internationale Betalingen (BIB). Sinds 2009 is de kredietverlening aan de niet-financiële sector toegenomen van USD 16,6 biljoen tot maar liefst USD 25,8 biljoen in het tweede kwartaal van 2015. Deze last vertegenwoordigt 244 % van het bbp, wat evenveel is als in de VS. De afgelopen zes jaar vertegenwoordigde China circa 60 % van de wereldwijde netto-kredietfinanciering. Van deze 16,6 biljoen werd 2,8 biljoen gebruikt om huishoudkosten te financieren, 11,1 biljoen om niet-financiële bedrijfsinvesteringen te bekostigen en 2,7 biljoen



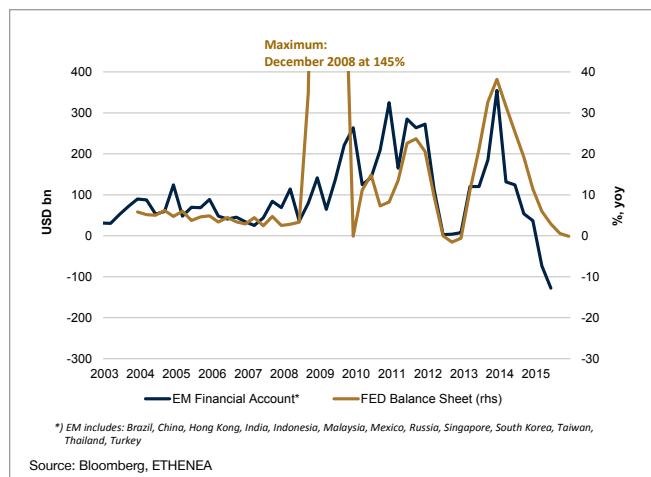
Grafiek 20: De weg tot een nieuw evenwicht in de Chinese economie is nog lang



Grafiek 21: Ontwikkeling van China



Grafiek 22: Vreemd vermogen in China



Grafiek 23: Amerikaanse Quantitative Easing en financiële stromen van opkomende markten

om overheidsuitgaven te financieren. Met andere woorden: internationaal krediet aan huishoudens nam toe met 235 %, kredietverlening aan niet-financiële kredietinstellingen met 178 % en kredietverlening aan de overheid met 147 %. Grafiek 22 laat zien hoe kredietstromen naar de niet-financiële sector in China zich hebben ontwikkeld. Sinds 2000 is de totale kredietverlening min of meer stabiel gebleven op circa 150 % van het bbp. Dit veranderde echter in 2009 wanneer dit cijfer abrupt steeg met bijna 35 procentpunten tot 183 %, om daarna nog verder toe te nemen. Welke cijfers ook worden genoemd, ze zijn verbijsterend.

Niet alleen China heeft zijn economie gestimuleerd met vreemd vermogen toen de buitenlandse vraag tijdens de financiële crisis stil kwam te liggen. Andere opkomende Aziatische economieën hebben dezelfde weg bewandeld. Het leeuwendeel van de kredieten werden uitgegeven in lokale valuta door binnenlandse financiële instellingen, maar

daarnaast nam ook de buitenlandse financiering toe. Andere BIB-statistieken over *buitenlandse* vorderingen⁸ lichten een tipje van de sluier op over waar het potentiële risico voor het wereldwijde financiële stelsel, het zogenaamde ultieme risico, zich bevindt.

Om zicht te krijgen op waar het ultieme risico zich in het internationale systeem bevindt, moeten we eerst opmerken dat circa 53 % van de internationale bankvorderingen op opkomende landen betrekking hebben op de regio Azië en het Pacifisch gebied (USD 1,8 biljoen). Daarnaast heeft ruim de helft van deze vorderingen een looptijd van minder dan een jaar. Verder vond er na de financiële crisis een verschuiving plaats in de locatie van de betrokken financiële tussenpersonen van Europa naar Aziatische centra zoals Hongkong en Singapore. Alles bij elkaar heeft China kortlopend krediet aangetrokken dat wordt uitgegeven door enerzijds internationale financiële instellingen die veelal gevestigd zijn in Azië en anderzijds Aziatische binnenlandse financiële instellingen. Het ultieme risico is veelal gelegen in Azië en zou zich binnen deze regio snel kunnen verspreiden, mocht de kredietcyclus abrupt stoppen. Dit noemen we het *contasian*-risico (samentrekking van *contagion* en *Asian*).

Chinese statistieken over krediet (Grafiek 22) laten duidelijk zien dat de kredietcyclus begin 2009 van start ging, wanneer de Fed zijn eerste monetaire verruimingsprogramma (QE1) introduceerde. Op basis van deze gegevens kunnen we gerust stellen dat een groot deel van het wereldwijde liquiditeitsoverschot in Azië gerecycleerd werd. Grafiek 23 illustreert de verandering in de balanspositie van de Fed ten opzichte van geldstromen naar opkomende markten, op basis van de financiële rapportering, uitgezonderd de mutaties in reserves. De geldstromen naar de opkomende markten zijn duidelijk toegenomen sinds maart 2009, toen de Fed QE1 introduceerde. Ook is duidelijk dat ze tot piekniveaus

⁸ Buitenlandse vorderingen zijn samengesteld uit grensoverschrijdende vorderingen, lokale vorderingen van buitenlandse vestigingen in buitenlandse valuta en lokale vorderingen van buitenlandse vestigingen in lokale valuta.

gestegen zijn, dit door de bezorgdheid over de afbouw van het effecteninkoopprogramma (*taper tantrum*). De potentiële impact van het normaliseringsbeleid van de Fed voor Azië moet nauwlettend in de gaten worden gehouden. Desalniettemin verwachten we dat deze renteverhogingscyclus geleidelijk zal worden doorgevoerd en de balansomvang van de Fed vooralsnog waarschijnlijk niet zal afnemen.

De Aziatische economie vertraagt door de teruglopende wereldhandel en bots tegen de grenzen van de met vreemd vermogen gefinancierde groei, nu het einde van de krediethausse zich vermoedelijk aandient. Deflatoire druk werkt daarenboven de nadelige economische effecten van schuldafbouw in de hand en de succesvolle economische transitie van China dreigt de zoveelste joker te worden. Wat zou de aanleiding kunnen vormen voor kredietschaarste in Azië, voor zover hiervan überhaupt sprake zal zijn? Dit valt nog niet met zekerheid te zeggen. Verlies van marktvertrouwen, stijgende rentetarieven in de VS, kwantitatieve verkrapping, een nog sterkere dollar en een Chinese harde landing zijn enkele mogelijkheden die we aandachtig zullen blijven volgen.

Conclusie

We zijn over de hele lijn optimistisch over de groei in Europa en de VS en we verwachten dat de Amerikaanse dollar terrein

zal prijsgeven. De voornaamste drijfveer van groei binnen deze economieën zal naar verwachting particuliere consumptie zijn, zolang de arbeidsmarkt dynamisch blijft. China zal verder vertragen gedurende de overgang naar een nieuw groeimodel, zoals andere opkomende markten in Azië eerder hebben gedaan. We verwachten dat de inflatie op een laag pitje zal blijven en dat diens evolutie sterk zal afhangen van de olieprijs en de ontwikkeling van de Amerikaanse dollar. Ons scenario komt echter op losse schroeven te staan indien de USD verder stijgt of er een einde komt aan de Chinese kredietcyclus.

Een nieuw begin is aangebroken, laten we er een onvergetelijke ervaring van maken. Gelukkig Nieuwjaar!



Auteur >>

Yves Longchamp, CFA

Head of Research
ETHENEA Independent Investors (Schweiz) AG



ETHENEA
managing the Ethna Funds

Uitgever >>

De vertegenwoordigers van het Portfolio Management Team en de Head of Research



(v.l.n.r.): Daniel Stefanetti, Guido Barthels, Luca Pesarini, Arnoldo Valsangiacomo, Peter Steffen en Yves Longchamp (Head of Research bij ETHENEA Independent Investors (Schweiz) AG)

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, 31.12.2015.