



MARKTCOMMENTAAR

Breekpunt

Een nieuw jaar, een nieuwe kans? De start van een nieuw jaar gaat meestal gepaard met positivisme en nieuwe hoop. Dit is ook voor de aandelenmarkten het geval. Of dit wás zo, tot deze hun breekpunt bereikten.

Inhoud >>

>> [Breekpunt](#)

>> [Macro-economische vooruitzichten](#)



Breekpunt

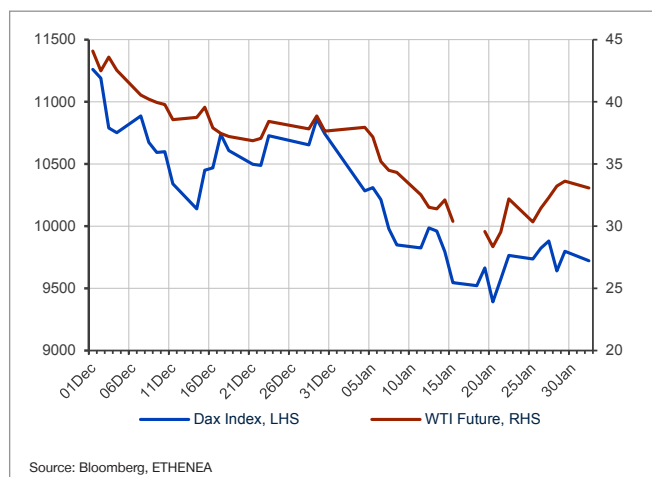
Een nieuw jaar, een nieuwe kans? De start van een nieuw jaar gaat meestal gepaard met positivisme en nieuwe hoop. Dit is ook voor de aandelenmarkten het geval. Of dit wás zo, tot deze hun breekpunt bereikten.

Breaking point – oftewel, breekpunt in het Nederlands. De wereldwijde economie heeft last van allerlei kwaaltjes. Maar dat is niet alles, ze dreigt zelfs ernstige verwondingen op te lopen. In het tweede deel van deze maandelijkse Marktcommentaar zal mijn gewaardeerde collega Yves Longchamp hier dieper op ingaan. Om een beetje op de feiten vooruit te lopen, zogezegd als amuse-gueule: de wereldwijde groei verzwakt. De muntontwaardingen die her en der plaatsvinden leiden slechts tot een hervreiding van de groei en creëren geen nieuwe welvaart – in tegendeel zelfs. Daarnaast komen de centrale banken bijna belachelijk over met hun tevergeefse inspanningen om de groei van de economie te stimuleren met *nog meer xxx (wat dit ook moge zijn)*. Maar zoals gezegd, daarover later meer.

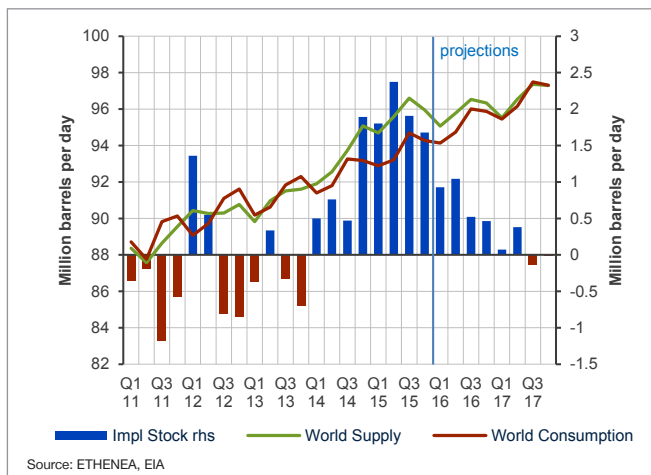
Op de volgende pagina's willen wij verschillende facetten van de kapitaalmarkt toelichten. Het lijkt ons raadzaam deze nauwkeuriger te bekijken, zeker na de eerder desastreuze start van de risicomarkten in 2016 (Dax bijna 10 % in de min, EuroStoxx bijna -8 % en de S&P 500 tussentijds ook bijna -10 %).

Veel marktactoren keken smachtend uit naar het einde van een volatiel jaar 2015 en een nieuw begin in januari 2016, wat verwacht werd een *risk-on* maand te zijn. Zuiver intuïtief begint men een nieuw jaar namelijk altijd met een positieve ingesteldheid. Institutionele beleggers zorgen voor nieuwe inflows en oude verliezen zijn afgeschreven. Men zou dus geneigd zijn te denken dat de markten dan juist stijgen. Een korte analyse van de Deutscher Aktienindex, Dax, sinds 1960 brengt aan het licht dat slechts 36 van de 57 januarimaanden een positief rendement opbrachten. Dit staat gelijk aan 63 % van de gevallen, wat op statistisch vlak binnen de grenzen van de normaalverdeling valt, zelfs zonder t-test. Een eerder ontmoedigend resultaat, en wel in de zuiverste zin van het woord: *ont*-moedigend, om de moed bij te verliezen.

Hoe het ook zij, voor bijna alle aandelengerelateerde beleggingen stonden in januari grote waardecorrecties op de agenda. Wel is het opmerkelijk hoe zoveel actoren hierdoor overrompeld werden. *Eén* reden hiervoor kan zijn dat de aandelenmarkt, losgekoppeld van alle fundamentals, de prijsontwikkeling van ruwe olie vrijwel op één-op-één-basis heeft gevolgd (Grafiek 1). Door de snelheid van de prijsdaling gold de stelling dat lage energieprijzen goed voor de economie zijn niet meer. Het is zelfs zo dat vandaag de dag het tegendeel



Grafiek 1: Deutscher Aktienindex (Dax) en ruwe olie-futures



Grafiek 2: Wereldwijd aanbod en vraag van ruwe olie en resp. het geïmpliceerde aanbod- en vraagoverschot*



Grafiek 3: Option-adjusted spread (OAS) van alle investment grade EUR-bedrijfsobligaties (5 jaar)



Grafiek 4: Option-adjusted spread (OAS) van alle investment grade USD-bedrijfsobligaties (5 jaar)

blijkt waar te zijn als men naar de positieve correlatie tussen beide grootheden kijkt. In plaats van zich te richten op hogere consumentenuitgaven bij tegelijkertijd dalende productiekosten, schijnt de kapitaalmarkt zich momenteel uitsluitend bezig te houden met de negatieve effecten voor de producenten van ruwe olie. Dit is weer een typisch voorbeeld van de discussie over het halfvolle of hallege glas.

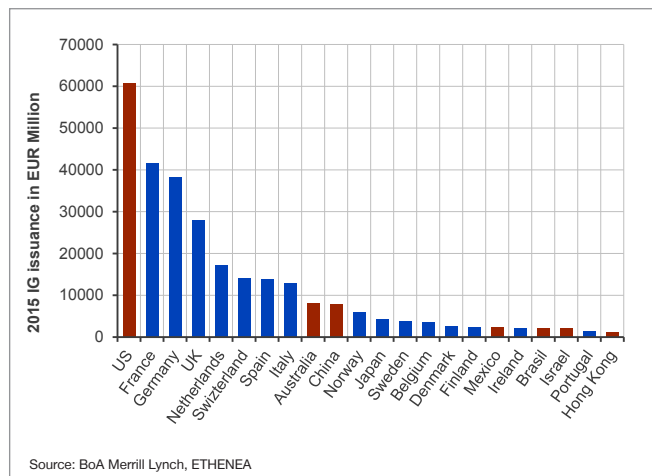
In elk geval is het wel een feit dat wij momenteel in een klimaat verkeren dat bepaald wordt door een duidelijk overaanbod van ruwe olie (Grafiek 2). Volgens de Amerikaanse Energy Information Administration (EIA) bedraagt het wereldwijd overschot van ruwe olie momenteel meer dan 1,5 miljoen vaten per dag. Dat klinkt enorm veel: bijna een kwart miljard liter olie te veel. Dit cijfer wordt echter bijna irrelevant als men het wereldwijde verbruik in de vergelijking betreft.

Dit loopt op tot 94 miljoen vaten per dag. Dan is 1,5 miljoen slechts gelijk aan 1,6% van dit geheel, wat overeenstemt met het wereldwijde verbruik per 23 minuten. Dit vormt dus een minder groot probleem dan eerst leek. Toch is de prijs met 75% gedaald sinds het begin van het overaanbod in het eerste kwartaal van 2014. Ter herinnering, in 2008 zijn de prijzen van ruwe olie met 79% gedaald. Toen stonden we echter aan het begin van een diepe, wereldwijde recessie, of zelfs een depressie, net als aan het einde van de jaren twintig van de vorige eeuw. Momenteel worden de macrogegevens weliswaar slechter, maar we zijn nog altijd mijlenver verwijderd van een recessie. Of toch niet...?

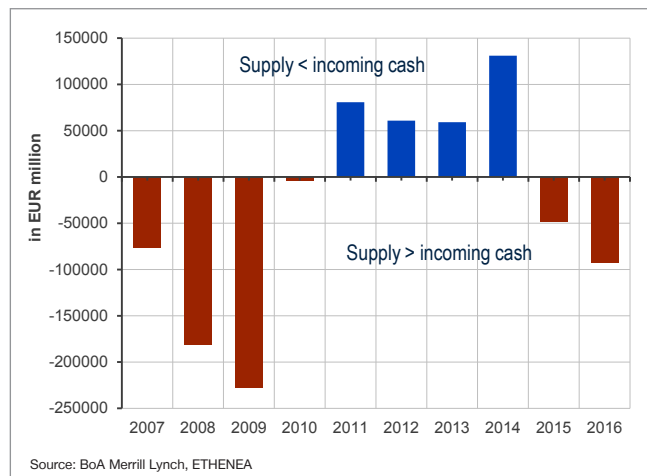
Het is onmiskenbaar dat er factoren in het spel zijn die (momenteel) buiten de rationele analyse vallen. Als gevolg hebben wij onze nettopositie in aandelen dan ook zo veel mogelijk verkleind, volgens het motto: als we het niet begrijpen, kunnen we het ook niet verhandelen. Wat onze beleggers betreft, is voorzichtigheid ons hoogste gebod.

In het volgende deel zullen we iets dieper ingaan op de markt voor bedrijfsobligaties. Grafieken 3 en 4 tonen de gemiddelde *option adjusted spread* voor investment grade bedrijfsobligaties respectievelijk in euro en Amerikaanse dollar. Bij deze grafieken vallen minstens twee zaken op. Enerzijds bereikten beide markten hun dieptepunt in de vroege zomer waarbij de euromarkt haar laagste niveau al in maart 2015 behaalde, wat puur toevallig (?) het begin was van de kwantitatieve versoepeling van de ECB. De USD-markt bereikte haar laatste dieptepunt in de nazomer toen de markten het zeer waarschijnlijk achtten dat de eerste rentestap van de Fed in september zou plaatsvinden.

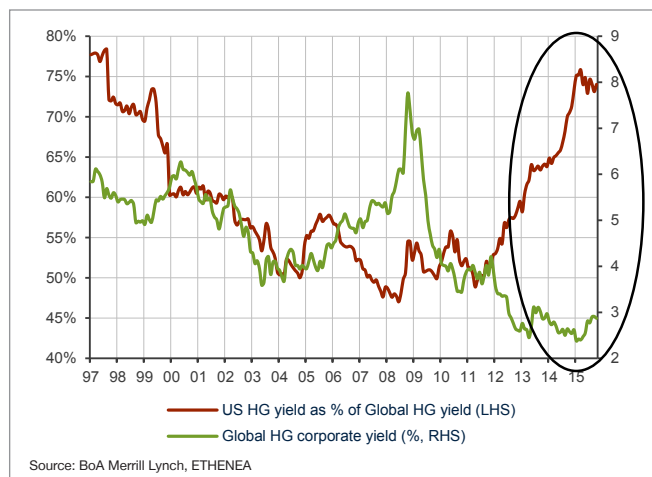
Verder kan worden vastgesteld dat het totale niveau van het USD-marktsegment bijna dubbel zo hoog is als in Europa. Betekent dit ook dat de kans op wanbetaling in de VS dan veel hoger ligt dan in Europa? Dit is eerder onwaarschijnlijk, vooral omdat het in enkele gevallen ook echt om identieke bedrijven



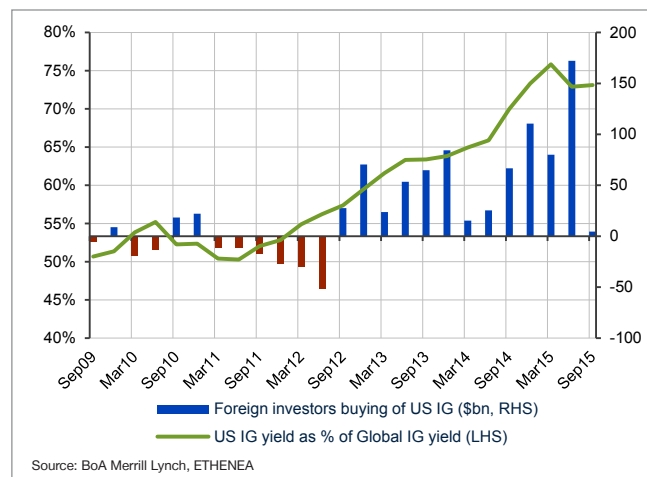
Grafiek 5: Uitgiftevolume in euro in het investment grade segment naar land van herkomst



Grafiek 6: Saldo tussen nieuwe uitgiftes en *nieuwe* cash in het segment van investment grade EUR-bedrijfsobligaties



Grafiek 7: Wereldwijd, gemiddeld rendement bij investment grade bedrijfsobligaties en het overeenkomstige aandeel aan US-obligaties



Grafiek 8: Totaal van de in- en uitstromen komend van niet-VS-beleggers op de Amerikaanse investment grade markt en de proportie van het rendement van VS-obligaties

gaat. Grafiek 5 geeft duidelijk weer dat het grootste deel van de nieuwe uitgiftes in EUR inderdaad toe te schrijven is aan bedrijven uit de Verenigde Staten. Dit is niet verrassend als men kijkt naar het verloop van de wisselkoers van de USD tegenover de EUR. In de VS gevestigde bedrijven met activiteiten in de eurozone hebben, omgerekend in USD, duidelijke winstdalingen van hun Europese dochterondernemingen moeten incasseren. Een doeltreffend middel daartegen is het vergroten van posities in obligaties in euro, die verrekend kunnen worden met de euro-opbrengsten, zonder enig valutarisico. Ook het rentevoordeel was natuurlijk een bijkomende motivatie voor Amerikaanse ondernemingen om EUR-obligaties uit te geven. Aangezien het rendement van de EUR-obligaties in sommige gevallen meer dan 200 basispunten (bp) onder dat van de gelijkaardige USD-obligaties lag, blijven zulke transacties zelfs na aftrek van kosten voor valutaswaps nog rendabel. Aangezien de spread nog altijd zeer positief is voor EUR-emissies, zal deze trend zich waarschijnlijk nog even voortzetten. Een obligatie op 8 jaar van Procter & Gamble wordt bijvoorbeeld 140 bp goedkoper

verhandeld in EUR dan in USD. In het geval van AT&T ligt het voordeel in het 10-jarige segment zelfs op 190 bp.

Grafiek 6 laat zien dat de som van het aanbod groter is dan die van de vraag. Dit fenomeen alleen zou voor stijgende rentes op de markt voor bedrijfsobligaties in euro moeten zorgen. Als men dan nog rekening houdt met de aantrekkelijkheid van Amerikaanse obligaties (Grafieken 7 en 8), dan is het duidelijk dat beleggers bedrijfsobligaties in USD zullen verkiezen boven soortgelijke effecten in EUR. Omdat ondertussen een zeer groot aandeel van het rendement, namelijk meer dan 70 % van de mogelijke opbrengsten, voor wereldwijd handelende beleggers uit Amerikaanse obligaties komt, leidt dit voortdurend tot nieuwe cashflows van niet-Amerikaanse beleggers (Grafiek 8).

Laten we onze kennis even kort samenvatten. Enerzijds wordt de aandelenmarkt momenteel gedomineerd door variabelen die deels buiten onze rationele analyse vallen. Wij zijn niet de enigen die dit ervaren, veel andere actoren zijn ook aan

dit probleem onderworpen. Veel obligatiebeleggers, die in de zomer van 2015 de schuldtitels de rug toegekeerd hebben om in vermeend aantrekkelijkere aandelen te beleggen, vooral met het oog op de verwachte renteverhogingen door de Fed, hebben ondertussen hun les geleerd. De aandelenmarkten *hebben het moeilijk* en de wereldwijde economische groei vertraagt. De waarschijnlijkheid van een serie renteverhogingen door de Amerikaanse centrale bank in *deze* cyclus is momenteel erg laag.

Als de bovengenoemde technische voorwaarden gecombineerd worden met de kennis over de economische situatie, dan bieden Amerikaanse bedrijfsobligaties een heel aantrekkelijke risico-/rendementsverhouding.



Auteurs >>

Guido Barthels

Portfolio Manager

ETHENEA Independent
Investors S.A.

Yves Longchamp, CFA

Head of Research

ETHENEA Independent
Investors (Schweiz) AG

Macro-economische vooruitzichten >>

In onze vorige commentaar over de macro-economische vooruitzichten stelden we vast dat er op vrijwel alle gebieden sprake was van een verhoogd risico. Dit werd duidelijk bevestigd in de eerste maand van het jaar. In de VS is de industriële productie zo ver teruggelopen dat dit deel van de economie nu in recessie verkeert. In Europa is het groeimomentum verbeterd, maar de lage inflatie dwingt de ECB tot een krampachtige versoepeling van haar monetair beleid. Tot slot, heeft de Chinese economie te kampen met kapitaaluitstromen en een zwakke renminbi wat wijst op financiële stress, en waardoor het *contasian*-risico (besmettingsgevaar) zou kunnen toenemen¹.

Al deze neerwaartse risico's zijn sinds de publicatie van onze laatste commentaar bevestigd. Hierdoor hebben we onze vooruitzichten gewijzigd en ons economisch scenario voor 2016 neerwaarts bijgesteld.

Europa

In Europa is de economische groei verbeterd. De particuliere consumptie wordt ondersteund door een dalende werkloosheid en een over het algemeen hoog consumentenvertrouwen. Toch blijkt uit de verschillende groeitrajecten dat er nog steeds verschillen zijn tussen de lidstaten van de eurozone. We hebben goede redenen om aan te nemen dat de particuliere consumptie in Spanje en Italië sterk zal blijven. Vergeleken met de periode vóór de internationale financiële crisis ligt de consumptie nog altijd op een laag niveau. Duitsland en in mindere mate ook Frankrijk beginnen momenteel echter tekenen van vermoeidheid te vertonen. Wat de investeringen betreft vormen de versoepelde financieringsvoorwaarden en de gestegen vraag naar bedrijfskredieten buiten de financiële sector een positieve stimulus. Toch blijft het wachten op een echte katalysator om het herstel van deze groeicomponent terug opgang te brengen.

In tegenstelling tot de VS wijzen alle voorspellende indicatoren op een verdere groei van de industriële productie in de eurozone. Ook hier zijn er verschillen tussen de verschillende lidstaten. Volgens de meest recente cijfers is de industriële productie in Duitsland gestabiliseerd, terwijl deze in Frank-

rijk, Spanje en Italië sterker is gegroeid. De groei blijft dus zwak, ongelijk verdeeld en kwetsbaar. Maar er zit wel verbetering in.

In vergelijking met China en de VS is het opvallend dat de economie van de eurozone, die het juist *beter* doet, binnenkort gestimuleerd zal worden met nieuwe monetaire maatregelen. In de VS daarentegen, is de Fed aan een verkrappingscyclus begonnen. Waar de Chinese centrale bank momenteel geconfronteerd wordt met een kapitaaluitstroom, waardoor ze dan ook terughoudend staat tegenover een verdere versoepeling van haar monetair beleid.

Waarom wil Mario Draghi dan zo graag het monetair beleid versoepelen? Hij blijft keer op keer herhalen dat de inflatiedoelstelling het enige is waar de ECB naar streeft. "We hebben de middelen, de bereidheid en de vastberadenheid om op te treden. Er gelden geen beperkingen voor de mate waarin we bereid zijn onze instrumenten in te zetten om de inflatiedoelstelling, die iets onder de 2 % ligt, te bereiken"², aldus de voorzitter van de ECB tijdens de persconferentie volgend op het laatste besluit over het monetair beleid.

We hebben er in deze publicatie al meerdere keren op gewezen dat *lowflation* een mondiaal fenomeen is dat niet door een enkele centrale bank kan worden opgelost, ongeacht de middelen waarover deze beschikt. Mario Draghi heeft iets weg van Don Quichot. Op zijn afgepeigerde paard Rocinante bond Don Quichot de strijd aan met windmolens, waarvan hij dacht dat het gemene reuzen waren. Op gelijkaardige wijze bindt Mario Draghi met zijn uitgeputte programma voor monetaire verruiming de strijd aan met het sluimerend deflatiegevaar. Wat ons nog meer zorgen baart is de rol van zijn trouwe schildknaap Sancho Panza, die enkele overeenkomsten vertoont met de rol van de markten in onze moderne interpretatie van de roman. Sancho Panza weet heel goed dat zijn meester een vertekend wereldbeeld heeft, maar blijft hem toch volgen. Voor de markten betekent een verdere versoepeling hogere aandelen- en obligatiekoersen.

Marktdeelnemers hebben ook een vertekend wereldbeeld, vooral wat betreft inflatieverwachtingen. Er bestaat een

¹ *Contasian*-risico is een samentrekking van *contagion* (besmetting) en *Asian* (Aziatisch). Lees meer over dit onderwerp in onze Marktcommentaar van januari met als titel *The Tempest*.

² Bron: <http://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2016/html/is160121.en.html>

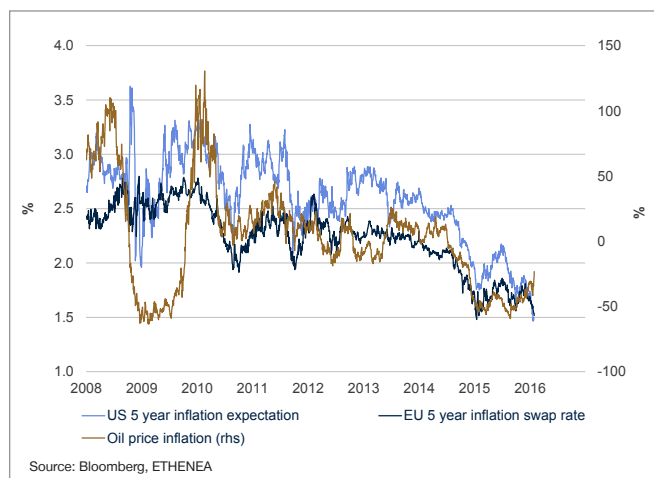
duidelijke correlatie tussen de huidige olieprijsen en de inflatieverwachtingen over vijf jaar (Grafiek 9), zowel in de VS als in Europa. Als we dit in overweging nemen, dringen zich een aantal vragen op: Is het realistisch te denken dat op basis van de huidige oliekoers – die niemand zag aankomen – de inflatie over vijf jaar kan worden voorspeld? En is de ECB werkelijk in staat ook maar iets aan de olieprijs te veranderen door extra monetaire verruiming of door een verdere verlaging van de toch al negatieve rente? Dit alles in de hoop dat dankzij deze maatregelen de inflatie stijgt en de inflatieverwachtingen niet meer dalen. Het antwoord op beide vragen is ongetwijfeld “nee”.

Maar wat er wel bereikt wordt met een verdere versoepeling is dat de eenheidsmunt kunstmatig goedkoop wordt gehouden. Hierdoor kunnen regeringen hun schulden herschikken en werden structurele hervormingen aan een minimale kost gefinancierd. Daarnaast beschikt de Europese economie dankzij deze maatregel over goedkope kredietfaciliteiten. Het is dus eigenlijk een groeistimulerend monetair beleid dat niet gehinderd wordt door een hoge inflatie. Bij de volgende bijeenkomst op 10 maart zal de ECB waarschijnlijk de rente opnieuw verlagen en de activa-inkopen uitbreiden, tenzij

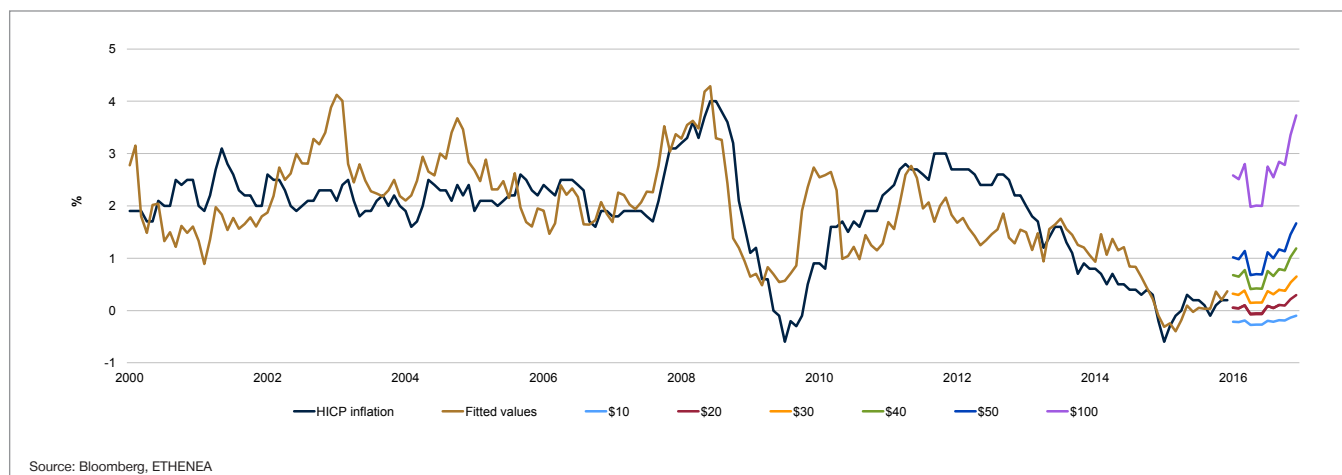
de olieprijsen omhooggaan! Grafiek 10 toont de invloed van de olieprijsen op de inflatie in Europa in uiteenlopende scenario's. Als de olieprijsen dalen tot USD 10 per vat en de komende 12 maanden op dat niveau blijven staan, wordt de inflatie in de eurozone dit jaar negatief. Zelfs als de olieprijsen morgen stijgen tot USD 50 per vat blijft de inflatie in 2016 onder de ECB-doelstelling van 2 %, wat enige twijfel doet rijzen over de doeltreffendheid van monetaire verruiming in de strijd tegen *lowflation*.

Verenigde Staten

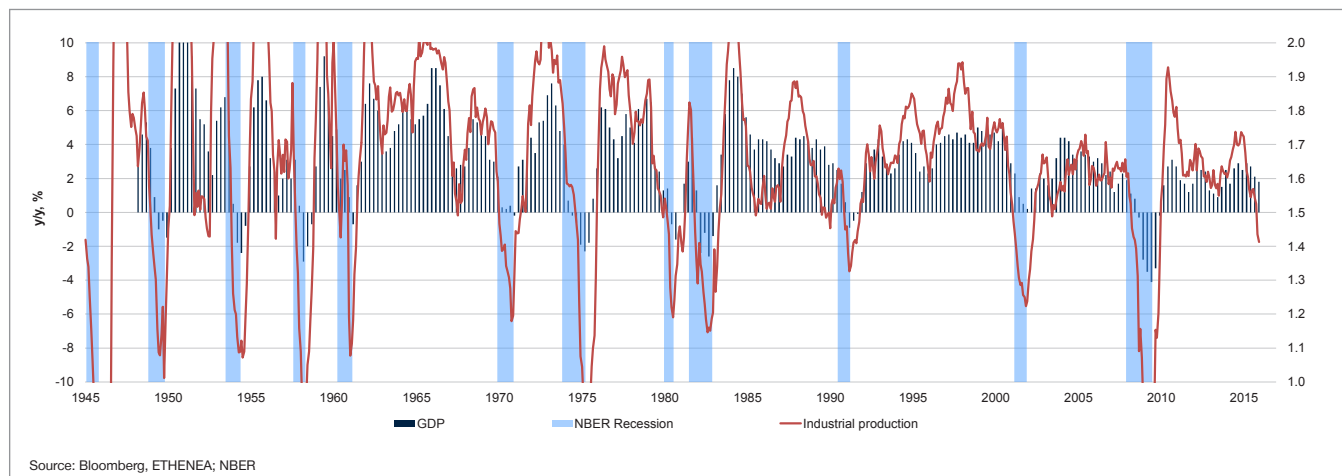
Zowel in de dienstensector als in de industrie zijn de voorspellende indicatoren in de VS verder verslechterd. Om diverse redenen is de laatste ontwikkeling van de ISM-index naar onze mening bijzonder zorgwekkend. Ten eerste is de ISM-index gedaald tot een niveau dat duidt op een terugval van de industriële activiteit. De industriële productie, die hoofdzakelijk de industriële activiteit omvat, evenals mijnbouw, winning van delfstoffen en nutsbedrijven, is volgens de meest recente cijfers voor het eerst sinds de internationale financiële crisis gekrompen. Ten tweede is het op grond van de geconstateerde daling van de industriële activiteit waarschijnlijk dat de industriële productie de komende maanden sneller zal afnemen. Uit grafiek 11 blijkt dat er een reëel risico is op een daling van het bbp. In het naoorlogse tijdperk ging elke recessie (waarvan de officiële begin- en einddatum worden gedefinieerd door het Amerikaanse onderzoeksbureau National Bureau of Economic Research – NBER) gepaard met een achteruitgang van de industriële productie. Het omgekeerde is echter niet per se het geval. In 25 % van de gevallen leidde een recessie van de industriële productie niet tot een bbp-krimp. De kans dat de Amerikaanse economie de komende maanden in een recessie belandt is dus 75 %. De investeringen in uitrusting, een kleine maar belangrijke component van het bbp die een maatstaf is voor de kapitaaluitgaven, vormen het transmissiemechanisme van industriële productie naar de cyclus van het bbp. Uit de laatste bbp-cijfers blijkt dat de investeringen in uitrusting in het vierde kwartaal op een laag peil zijn gebleven.



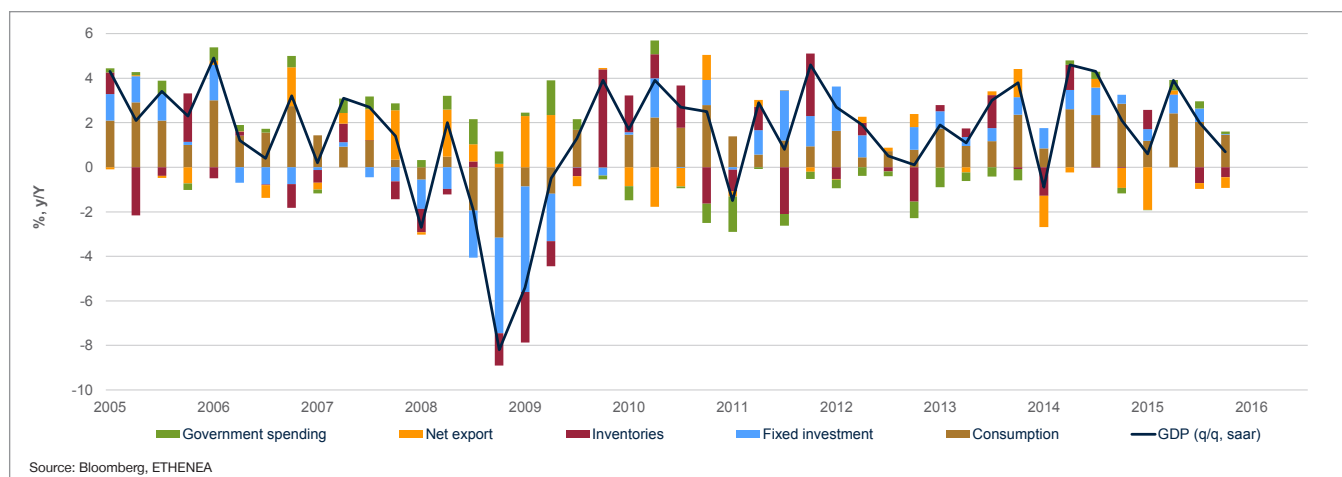
Grafiek 9: Inflatieverwachtingen en olieprijsinflatie



Grafiek 10: De inflatie in de eurozone wordt zeer sterk beïnvloed door olieprijsinflatie



Grafiek 11: Cycli van de industriële sector en het bbp in de VS



Grafiek 12: Bbp van de VS en bijdrage aan de groei per component

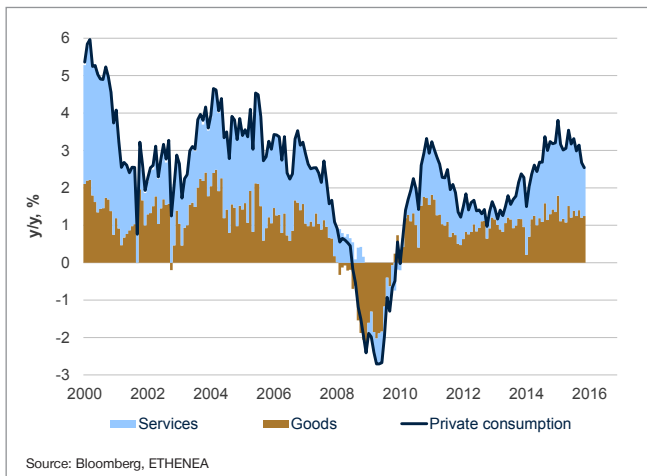
Deze vertraging bevestigt ons standpunt dat de Amerikaanse arbeidsmarkt dit jaar aan momentum gaat verliezen. Het aantal nieuw geregistreerde werklozen neemt bijvoorbeeld niet meer af en de werkgelegenheid in de industrie loopt terug. Eerlijkheidshalve moeten we daaraan toevoegen dat vorig jaar meer dan 90 % van de nieuw gecreëerde banen voortkwam uit de private dienstensector. Deze tak zal waarschijnlijk op korte termijn niet krimpen. Daarom zullen de werkgelegenheidscijfers exclusief de landbouw naar alle waarschijnlijkheid positief zijn, al zal er wel sprake zijn van enig momentumverlies.

Onder deze omstandigheden is het onwaarschijnlijk dat de Fed dit jaar op agressieve wijze de rente gaat verhogen. De laatste verklaring van het FOMC wijst al in die richting. Een sterkere dollar zou namelijk een nadelige werking hebben op de huidige vertraging in de Amerikaanse productiesector. Daarnaast zouden ook alle economieën waarvan de valuta aan de dollar is gekoppeld, zoals China en de meeste olie-exporterende

landen, de impact hiervan voelen. Als de werkgelegenheid op peil blijft en de groei zich gunstig ontwikkelt, zou de Fed de rente kunnen verhogen. Naar onze mening zal de Fed de rente dit jaar hooguit twee keer verhogen.

In het vierde kwartaal van 2015 steeg het bbp met 0,7 %, wat een mager resultaat is vergeleken met de laatste kwartalen. Uit de verschillende groeicomponenten blijkt dat de consumptie opnieuw de hoogste bijdrage levert. De netto-export en de voorraden vielen terug en de investeringen bleven over het algemeen laag (Grafiek 12).

De particuliere consumptie vertegenwoordigt ongeveer twee derde van het Amerikaanse bbp en is de afgelopen jaren een cruciale groeicomponent geweest. Een gedetailleerde analyse van de private consumptie laat zien dat de huidige cyclus veel gelijkenissen vertoont met die van de afgelopen 15 jaar. Hierbij is het duidelijk dat de drijver van de consumptiecyclus

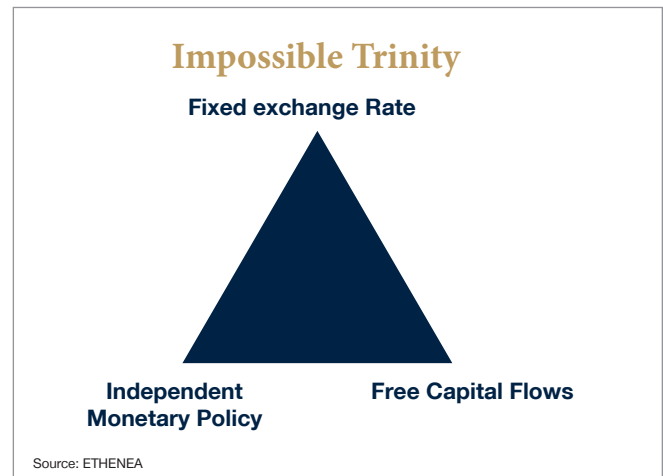


Grafiek 13: Particuliere consumptie in de VS opgesplitst in goederen en diensten

volledig bestaat uit diensten. In de meest recente cyclus, die in 2012 begon, steeg het momentum van de consumptie dankzij deze dienstensector, terwijl de goederenconsumptie gestaag toenam, zoals blijkt uit grafiek 13. Deze constatering zou het grote verschil tussen de industriële productie en de consumptie kunnen verklaren. We merken op dat de huidige groei van de consumptie vooral te danken is aan de gezondheidssector en dat deze cyclus kort na de invoering van *Obamacare* van start is gegaan. Dit toont aan dat deze consumptiecyclus aan kracht verliest en de groei hierdoor zal stagneren.

Bretton Woods II

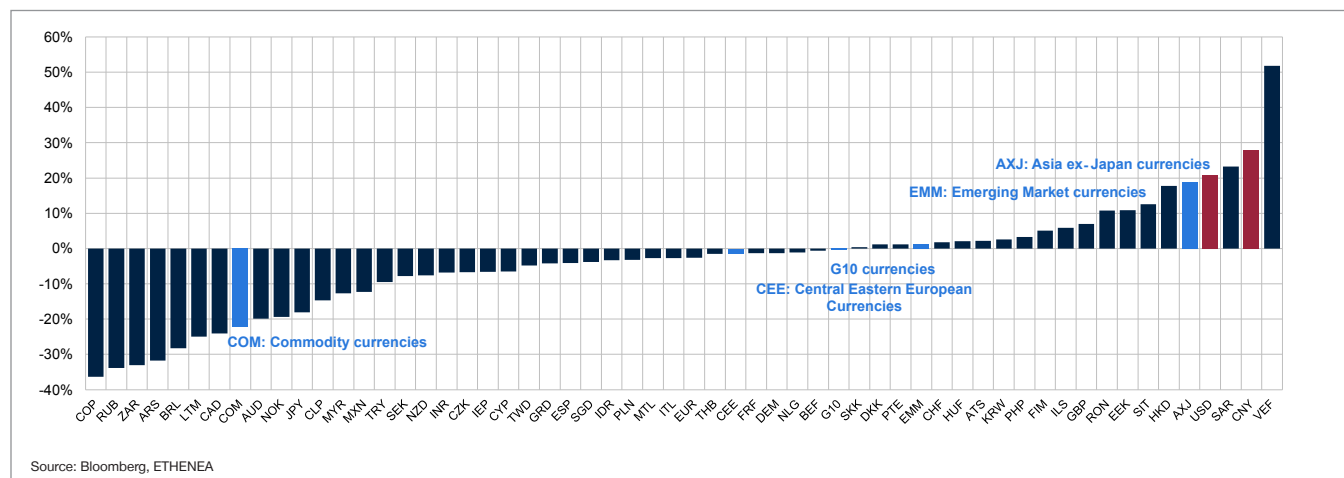
Een stabiele wisselkoers, vrij kapitaalverkeer en een onafhankelijk monetair beleid zijn drie doelstellingen waar elke regering tevergeefs naar streeft. Elk van deze doelen heeft zijn voordeel. Zo is een stabiele wisselkoers gunstig voor de internationale handel en zorgt een vrij verkeer van kapitaal ervoor dat fondsen op efficiënte wijze worden ingezet. Tot slot betekent een onafhankelijk monetair beleid dat de centrale banken vrij zijn om de monetaire voorwaarden aan te passen om op die manier hun doelstellingen te realiseren. Het probleem is dat het onmogelijk is om deze drie doelstellingen gelijktijdig te bereiken; dat is wat economen het *trilemma van het wisselkoersregime* noemen (Grafiek 14). Slechts twee van de drie doelstellingen kunnen worden bereikt. In de eurozone is de wisselkoers – de eenheidsmunt – stabiel en is het kapitaalverkeer vrij. Dit is echter volledig ten koste gegaan van de monetaire onafhankelijkheid van elk land, waardoor er nu een gemeenschappelijk monetair beleid is. China geeft de voorkeur aan stabiele wisselkoersen en een onafhankelijk monetair beleid ten koste van een vrij kapitaalverkeer. Hierdoor heeft het land enorme deviezenreserves opgebouwd om de impact op de valuta af te zwakken.



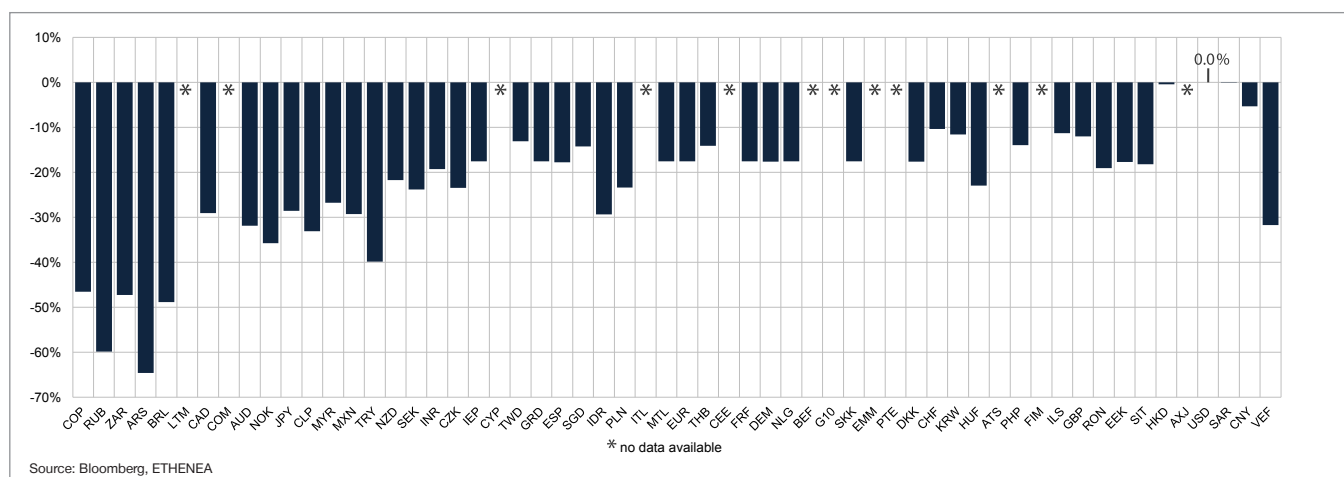
Grafiek 14: Trilemma van het wisselkoersregime

In goede tijden ontstaat er tussen deze drie doelstellingen een bepaalde spanning, die in slechte tijden tot problemen leidt. Pas toen de eurocrisis uitbrak, werd het duidelijk dat een Europees gemeenschappelijk monetair beleid niet het juiste middel is om de grote verschillen tussen de kernlanden en de periferie glad te strijken. Dat de Chinese export zich na de internationale financiële crisis nooit volledig heeft hersteld, brengt de kwetsbaarheid van het groeiemodel van de tweede grootste economie van de wereld aan het licht. De theoretische onafhankelijkheid van het Chinese monetair beleid is ontoereikend om de problemen waarmee deze economie wordt geconfronteerd, aan te pakken. China zou de rente kunnen verhogen om zijn valuta te stabiliseren en de kapitaaluitstroom tot stilstand te brengen, maar gezien de zwakkere groei zou dit zeker op een harde landing uitdraaien – een situatie die de Communistische Partij van China ten koste van alles wil voorkomen.

De scheuren in het huidige internationale monetaire systeem Bretton Woods II, waarin de USD centraal staat, worden veroorzaakt door een combinatie van zwakke wereldwijde groei, lage grondstoffenprijzen en een sterke USD. Deze eerste factor was bijzonder nadelig voor de opkomende markten, waarvan het economisch succes afhangt van hoge investeringen in exporterende sectoren. Deze landen, die voornamelijk in Azië gelegen zijn, streven tegelijkertijd naar een stabiele wisselkoers en naar groei. Daarom hebben ze hun valuta aan de USD gekoppeld – een munt die de laatste jaren enorm is gestegen. De meeste van hen zijn op dezelfde manier als China omgegaan met het *trilemma*. Ze hebben gekozen voor een stabiele valuta en een onafhankelijk monetair beleid ten koste van een vrij kapitaalverkeer. Door deze keuze zijn de deviezenreserves enorm toegenomen. Tegen deze achtergrond zijn ontwikkelingen in deviezenreserves en wisselkoersen goede indicatoren voor de gezondheidstoestand van het internationale monetaire systeem.



Grafiek 15: Ontwikkeling van de reële effectieve wisselkoers sinds 2013



Grafiek 16: Ontwikkeling van de spotkoers tegenover de USD sinds 2013

De grondstoffenexporterende landen werden uiteraard getroffen door de terugval van de grondstoffenprijzen. Zij die hun valuta aan de USD hadden gekoppeld, werden daarnaast ook nog eens benadeeld door de sterke dollar.³

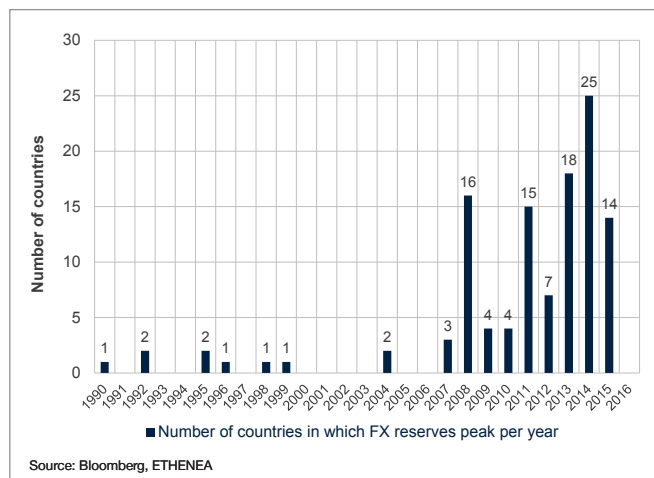
Het huidige internationale monetaire systeem doet ons denken aan een snelkookpan met een lekkend ventiel: als het even kan worden munten gedevalueerd, waarna door de gigantische kapitaaluitstroom de valuta-reserves als sneeuw voor de zon smelten, de kortetermijnrente een stressniveau bereikt en centrale banken hun monetair beleid versoepelen.

De reële effectieve wisselkoers is voor economen een maatstaf voor de ontwikkeling van de internationale concurrentiepositie van een land. Volgens deze meetmethode zijn de USD en de renminbi (in het rood in grafiek 15) sinds 2013 met respectievelijk 21 % en 28 % gestegen. Ook de Saudische riyal (SAR) en de Hongkong dollar (HKD), beide gekoppeld aan de USD, zijn enorm toegenomen in waarde.

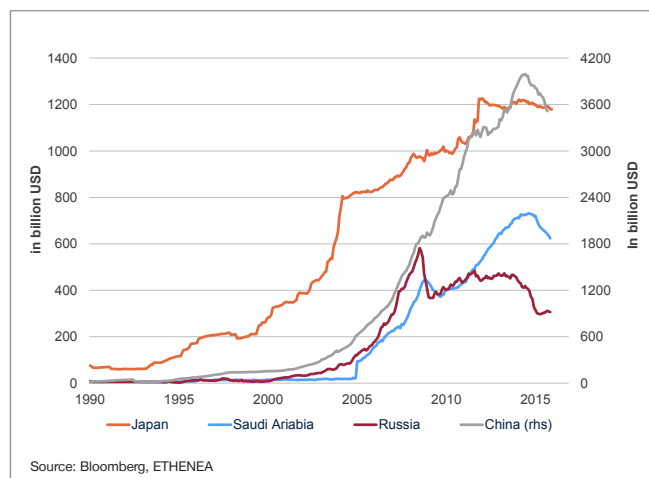
Van de valuta's uit het in de grafiek lichtblauw weergegeven valutamandje is de *Asia ex-Japan*-groep (AXJ), ondanks een aantal devaluaties ten opzichte van de USD, in reële termen het sterkst gestegen. In nominale termen zijn in dezelfde periode *alle* valuta's op bilaterale basis gedaald ten opzichte van de USD, zoals blijkt uit grafiek 16. Dit bevestigt onze mening dat de dollar te sterk is voor de wereldeconomie en dat alle landen hun valuta moeten verzwakken om hun economie te stimuleren.

Alleen de groep van grondstoffenvaluta's (*commodity currency group*, COM) was als geheel in staat zijn wisselkoers aan de nieuwe omgeving aan te passen ofwel door middel van een wisselkoerswijziging of door een lagere inflatie. De Venezolaanse bolivar (VEF) is in reële termen het meest gestegen, ondanks een eenmalige devaluatie ten opzichte van de dollar van meer dan 30 %. Deze was doorgevoerd omdat de concurrentiepositie van het land door hyperinflatie (200 % in 2015) ten onder gaat.

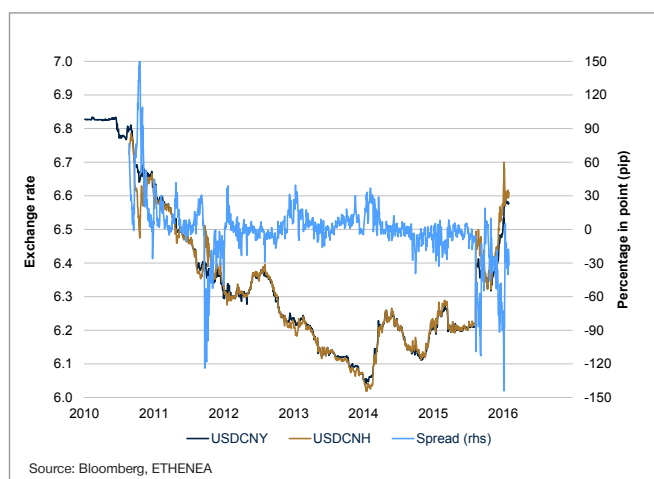
³ Lezers die meer willen weten over dit onderwerp, verwijzen wij naar onze Marktcommentaar van september met als titel [The China Syndrome 2.0](#).



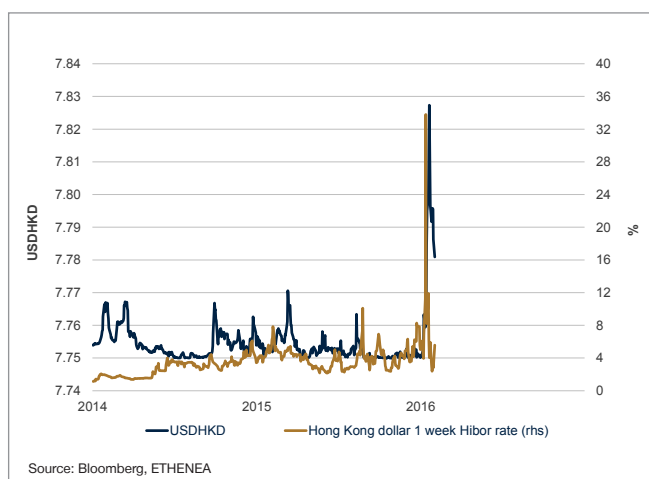
Grafiek 17: Beëindiging opbouw deviezenreserves



Grafiek 18: Deviezenreserves van de vier landen met de grootste reserves



Grafiek 19: Koersverschil tussen de onshore en de offshore yuan



Grafiek 20: Neerwaartse druk op de Hongkong-dollar

Volgens de statistieken van het IMF over de deviezenreserves van 147 landen zagen 116 landen (ongeveer 80 % van de gevallen) hun deviezenreserves met minstens 5 % dalen ten opzichte van hun piekniveau. Uit grafiek 17 blijkt duidelijk dat deze trend meteen na de internationale financiële crisis is begonnen en sindsdien is versneld. Tussen 2013 en 2015 bereikten reeds 50 % van de deviezenreserves een piekniveau. De vier landen met de grootste deviezenreserves – China, Japan, Saudi-Arabië en Rusland – bezitten samen 50 % van het totaal. Ze vertonen grote verschillen wat betreft economische ontwikkeling, valutabeheer en economisch en politiek systeem, maar ze zijn allemaal gestopt met het opbouwen van reserves of begonnen deze te verkopen (Grafiek 18). Ze doen dit omdat hun economie te kampen heeft met een zwakke groei, lage grondstoffenprijzen en/of een sterke dollar. Het globale monetair systeem kan deze contraproductieve combinatie van factoren moeilijk uitbalanceren, zeker wanneer de situatie verergend wordt door politieke beslissingen over het omgaan met het *trilemma*.

De stress waar sommige economieën aan zijn blootgesteld, is zichtbaar op de financiële markten. In China komen de scheuren in het systeem tot uiting in het verschil tussen de onshore en de offshore yuan, oftewel het koersverschil tussen twee Chinese munten die worden geacht volstrekt identiek te zijn (Grafiek 19). De offshore renminbi, die op de internationale markten wordt verhandeld, is goedkoper dan zijn onshore tegenhanger, die onder streng toezicht van de Chinese Communistische Partij staat. Deze spread geeft de depreciatiedruk op de renminbi weer.

Hongkong is de financiële hub tussen China en de rest van de wereld. De heersende valuta, de Hongkong-dollar (HKD), is al meer dan 30 jaar nauw gekoppeld aan de USD. In januari daalde de koers van de HKD tegenover de USD scherp, wat wijst op een sterke neerwaartse druk op de HKD als gevolg van een kapitaaluitstroom. Om de koppeling te behouden, besloten de monetair autoriteiten van Hongkong de rente voor een looptijd van 1 week enorm te verhogen (tot bijna 35 %, Grafiek 20) om short-posities op de HKD tegen te gaan.

Ten slotte hebben kwetsbare grondstoffenexporterende landen waarvan de valuta aan de dollar is gekoppeld mogelijk binnenkort financiële steun nodig. Azerbeidzjan en Nigeria bijvoorbeeld, twee olie-exporterende landen waarvan de munt aan de dollar is gelinkt, vroegen het IMF in al januari om financiële steun.

China

In China veroorzaakt de combinatie van groeivertraging en een snel oplopende schuldenlast instabiliteit. Ook de dalende deviezenreserves, die gepaard gaan met kapitaaluitstroom en een daling van de renminbi, zijn symptomen van de on-evenwichtige situatie in dit land. De recente devaluatie van de renminbi en de verwachting dat de Chinese munt nog verder zal verzwakken, veroorzaken een toename van de kapitaaluitstroom en zetten de renminbi steeds meer onder druk. In geval van een versnelde schuldafbouw zou het risico dat de rest van Azië besmet wordt door een financiële crisis (*contasian*-risico) enorm toenemen.

Het onderzoeksbureau Hong Kong Institute for Monetary Research (HKIMR), gepubliceerde in december 2015 een rapport onder de titel *China: Credit, Collateral, and Commodity Prices*⁴. Hierin werd, over een aantal maanden, anekdotisch bewijsmateriaal vergaard, onderbouwd met harde cijfers. De stelling van de twee auteurs is dat de correlatie tussen grondstoffenprijzen, krediet en de koers van de renminbi gedeeltelijk verklaard wordt door risicodragende carry-trade-strategieën. Hierbij worden grondstoffen als onderpand gegeven om in USD-genoteerde leningen af te sluiten waarvan de opbrengst in renminbi wordt belegd. Deze financiële strategie is rendabel op voorwaarde dat de financieringsvaluta (USD) niet stijgt, er een ruime winstmarge is (dat wil zeggen de spread tussen de kredietrente en het beleggingsrendement) en de waarde van het onderpand niet daalt. Aangezien aan geen van deze drie voorwaarden nog wordt voldaan, kan een deel van de Chinese kapitaaluitstroom worden toegeschreven aan het afwikkelen van carry-trades. Deze omvangrijke uitstroom heeft mogelijk een tweede golf van kapitaaluitstroom op gang gebracht: die van Chinese particulieren op zoek naar buitenlandse activa. Deze trend zal nog enige tijd aanhouden.

Tijdens de afgelopen 18 maanden zijn de Chinese deviezenreserves met USD 660 mld. gedaald. Alleen al in december 2015 namen de reserves af met USD 108 mld., wat wijst op een versnelling van het proces. We zouden niet weten waarom deze trend zou omslaan of hoe lang dit gaat duren. Welk minimumniveau aan deviezenreserves is voor China nog acceptabel? Volgens het IMF dienen de reserves minimaal de

import over een periode van 3 maanden of alle buitenlandse schulden op korte termijn te dekken. Snel berekend zou China dus kunnen zakken tot een niveau van USD 1.000 mld. Het is echter erg onwaarschijnlijk dat China haar zuurverdiende centen probleemloos overboord gooit tot deze limiet wordt bereikt. Een niveau van USD 2.000 à 2.500 mld., dat deze zomer al zou kunnen worden bereikt, lijkt ons realistischer. Als de massale kapitaaluitstroom aanhoudt zou dat een negatieve invloed hebben op het sentiment over de wereldeconomie en China aanzetten tot het wijzigen van zijn beleid. Aan de ene kant zouden we een eenmalige devaluatie van de renminbi of een streng toezicht op het kapitaalverkeer verwachten, maar aan de andere kant zouden dergelijke maatregelen het internationaliseringsproces van de renminbi abrupt stopzetten, en dat wil China niet.

Conclusie

De neerwaartse risico's zijn sinds de publicatie van onze laatste commentaar bevestigd of op zijn minst waarschijnlijker geworden. Hierdoor hebben we onze visie gewijzigd en ons economisch scenario voor 2016 neerwaarts bijgesteld. In de VS vormt de daling van de industriële productie een reële bedreiging voor zowel de groei van het bbp als de nog maar net gestarte cyclus van renteverhogingen. In Europa zijn de groei-cijfers over het algemeen bemoedigend maar kwetsbaar. De kapitaaluitstroom uit China wijst op een zwakke economie en is nadelig voor het economisch sentiment. De zwakke wereldwijde groei, lage grondstoffenprijzen en sterke USD vormen een bedreiging voor het internationale monetair systeem. Om een lang verhaal kort te maken: er doemen wolken op aan de economische horizon.

Auteur >>

Yves Longchamp, CFA

Head of Research
ETHENEA Independent Investors (Schweiz) AG

⁴ Bron: http://www.hkimr.org/uploads/publication/433/wp-no-27_2015.pdf



ETHENEA
managing the Ethna Funds

Uitgever >>

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



(v.l.n.r.): Yves Longchamp – Head of Research bij ETHENEA Independent Investors (Schweiz) AG, Guido Barthels, Daniel Stefanetti, Luca Pesarini, Arnoldo Valsangiacomo, Christian Schmitt, Niels Slikker en Peter Steffen. Maken ook deel uit van het Portfolio Management Team (maar worden niet afgebeeld): Holger Brück, Jörg Held, Roland Kremer, Ralf Müller en Marco Ricciardulli

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, 31.01.2016.