



MARKTCOMMENTAAR



Bipolaire markten

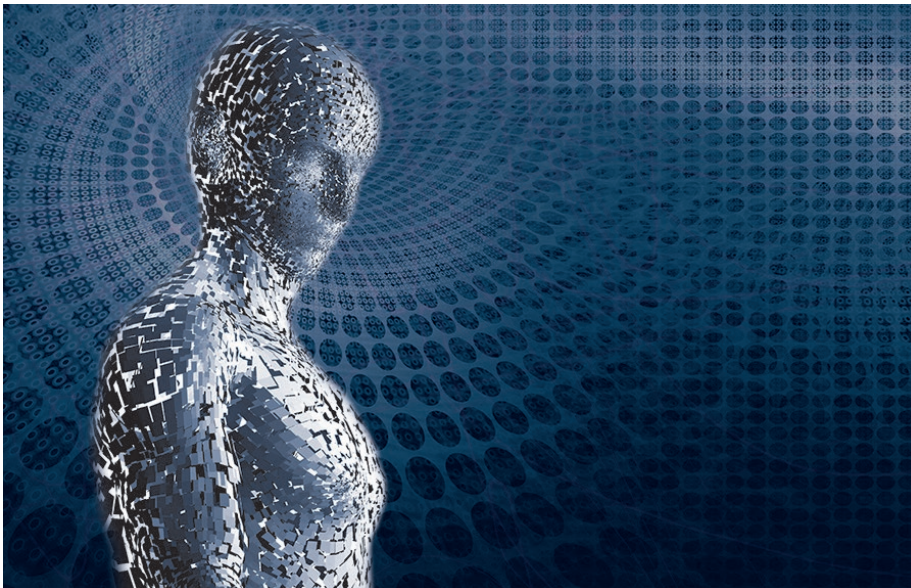
De kapitaalmarkten werden de afgelopen maanden gekenmerkt door manisch-depressieve stemmingswisselingen, waarbij een duidelijke trend uitbleef. In het huidige lagerentebeleid van de centrale banken vertonen enkele activaklassen inmiddels extreme waarderingen. Is het echter mogelijk de onderliggende trends op zulke bipolaire markten te herkennen?

Inhoud >>

>> [Bipolaire markten](#)

>> [Macro-economische vooruitzichten](#)





Bipolaire markten

De kapitaalmarkten werden de afgelopen maanden gekenmerkt door manisch-depressieve stemmingswisselingen, waarbij een duidelijke trend uitbleef. In het huidige lagerentebeleid van de centrale banken vertonen enkele activaklassen inmiddels extreme waarderingen. Is het echter mogelijk de onderliggende trends op zulke bipolaire markten te herkennen?

Definitie: Een bipolaire stoornis, voluit bipolaire affectieve stoornis (BAS) geheten, is een psychische aandoening die tot het affectieve spectrum wordt gerekend en in het verleden manisch-depressieve stoornis werd genoemd. De ziekte wordt gekenmerkt door episodes van extreme en aan elkaar tegengestelde (bipolaire) veranderingen in gedrevenheid, activiteit en stemming. Deze kunnen niet bewust beheerst worden en variëren ver boven wat als normaal aanzien wordt, wisselend tussen depressie en manie.¹

Van extreem uitgelaten tot extreem neerslachtig, manisch-depressief of tegenwoordig ook bipolair: al deze uitdrukkingen verwijzen naar een ernstige aandoening van de (menselijke) psyche die we hier beslist niet willen wegwuiven of banaliseren.

De financiële markt, die uiteindelijk niets anders is dan de collectieve mening van de mensen die erop actief zijn, vertoont de laatste tijd echter een duidelijke neiging om overdreven te reageren – zowel naar boven als naar beneden.

Nog niet zo lang geleden werd de markt gedreven door de vrees voor deflatie en een daaruit voortvloeiende recessie. Tegelijkertijd haperde de groei van de Chinese economie en daalde de prijs van ruwe olie tot nog geen USD 30 per vat. De centrale banken moesten daarom opnieuw in actie komen. Daarnaast was de eerste voorzichtige renteverhoging, die aanzien werd als teken van economisch herstel, en alweer een hele tijd achter ons ligt, na precies twee weken alweer uitgewerkt. Vanaf het begin van dit jaar wees alles op een storm en

heerste de stellige overtuiging dat de instorting van de Chinese economie nabij was en een nieuwe wereldwijde economische crisis zou veroorzaken. De aandelenmarkten en ook andere risicovolle activa zoals de high-yield-markt stortten in onder de dreiging van deze veronderstelde zekerheid.

Maar als we de marktdeskundigen mogen geloven, is nu alles anders. Het doet wat denken aan het syndroom van Münchhausen wanneer China iedere maand opnieuw zich succesvol aan zijn eigen haren uit het moeras trekt door het krankzinnig bedrag van meer dan USD 350 miljard in de eigen economie te pompen in de vorm van kredieten. Hoe lang dat kan verder gaan, kan niemand precies zeggen; zeker is alleen dat het niet eeuwig kan duren. Hoe dan ook, momenteel zorgt dit ervoor dat de rust enigzins is teruggekeerd op de markt, de olieprijs steeg opnieuw naar meer dan USD 40 per vat en de inflatie keerde (in elk geval) in de VS terug. Vervolgens stegen de Amerikaanse aandelenindices weer bijna tot recordhoogten.

De waanzin lijkt te hebben toegeslagen op de kapitaalmarkt. In een paar maanden tijd doorloopt de markt cycli, die normaal gesproken kwartalen of zelfs jaren duren. En steeds gaan we daarbij van het ene naar het andere uiterste.

In zo'n situatie is het moeilijk het hoofd koel te houden en zich niet te laten meeslepen door de manische of depressieve stemming op de markt. Meestal lukt dat ook, maar helaas niet altijd.

¹ Bron: https://de.wikipedia.org/wiki/Bipolare_St%C3%B6rung

Daarom doen we hier opnieuw een poging om door de mist van de bipolaire markten heen te kijken en de onderliggende trends te ontdekken, als die er tenminste zijn. Daarbij is het absoluut niet belangrijk om de maatregelen van de centrale banken te begrijpen. In het geval van de Europese Centrale Bank (ECB) bijvoorbeeld moet iedereen voor zichzelf maar proberen wijs te worden uit de wirwar aan afkortingen waaruit de zogeheten *Quantitative Easing* inmiddels bestaat: $QE = APP = PSPP + ABSPP + CBPP3 + CSPP$.

Wel is het belangrijk te beseffen dat we wereldwijd nog een lange tijd met lage rentes te maken zullen hebben, zeker in de eurozone. We zullen dan ook moeten leren hiermee om te gaan. Dit stelt veel marktspelers echter voor problemen, aangezien de waarderingen van veel activa inmiddels niet meer binnen de rendementsvooruitzichten passen. We bevinden ons nu eenmaal op onbekend terrein, of zogeheten *uncharted territory*.

In de grafieken 1 en 2 hebben wij geprobeerd een deel van deze *heerlijke nieuwe wereld*² in kaart te brengen. Ze laten zien dat intussen voor maar liefst EUR 9200 miljard aan staatsobligaties wereldwijd een negatief markttrendement hebben. Dat is op zich al beangstigend. Als we dan ook nog bedenken dat in sommige gevallen meer dan 70 % van de staatsobligaties van een land een negatief rendement heeft, is het de moeite wat nauwkeuriger te kijken naar de mogelijke gevolgen.

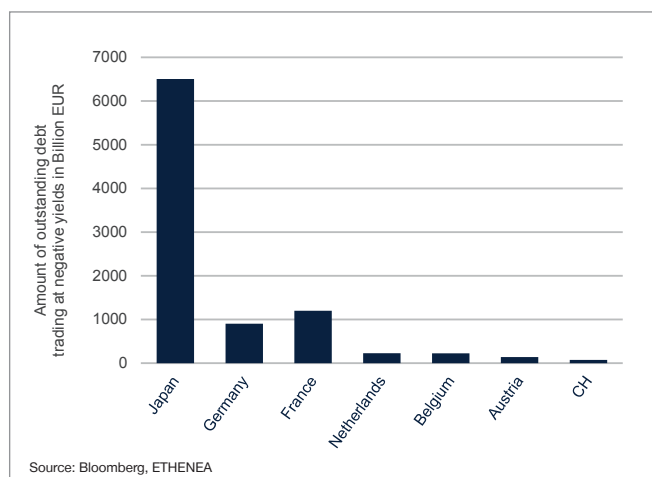
Een voor de hand liggend gevolg van de negatieve rendementen is dat groepen die tot nu toe – om wettelijke of andere redenen – alleen in staatsobligaties investeerden, het nu zonder beleggingsopbrengsten moeten stellen. De vooruitzichten voor pensioenplannen die gebaseerd zijn op levensverzekeringen of op andere als veilig beschouwde beleggingen zijn, op zijn zachtst gezegd, niet goed. Er blijven voor de pensioenspaarder nog maar twee alternatieven over: hetzij niet meer sparen voor het pensioen, hetzij uitwijken naar andere beleggingsvormen.

Het eerste alternatief, geen pensioen opbouwen, is in de meeste landen die te kampen hebben met een toenemende vergrijzing echter geen optie voor wie op zijn oude dag niet in armoede wilt leven. Daarom lijken andere beleggingsvormen de aangewezen keuze te zijn, te meer omdat het er niet naar uitziet dat het rentebeleid van de centrale banken die voor ons relevant zijn, op korte termijn wezenlijk zal veranderen. Zelfs de Amerikaanse Federal Reserve is opnieuw terughoudend over zijn volgende stappen.

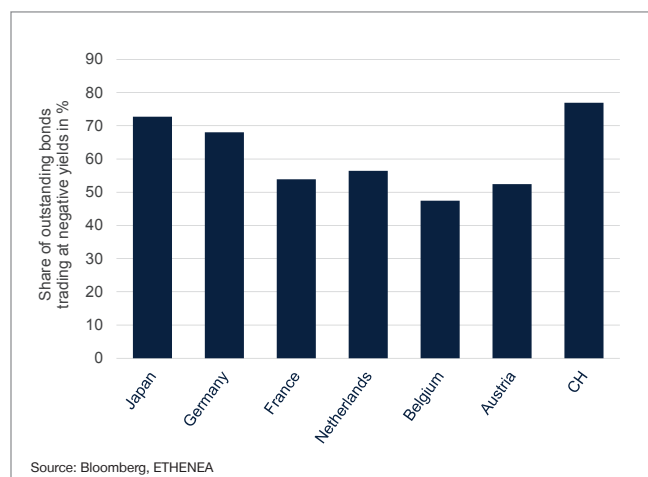
De afgelopen jaren kon de actieve belegger zijn toevlucht nog nemen tot bedrijfsobligaties met een goede tot zeer goede kredietwaardigheid. Deze hadden kenmerken die vergelijkbaar waren met die van staatsleningen maar gaven een hogere rente. Maar door de nu aangekondigde variant van de *Quantitative Easing* van de ECB – het zogeheten CSPP (*Corporate Sector Purchase Program*) – valt echter te vrezen dat de rendementen in dit segment op den duur eveneens zullen verdwijnen, zeker omdat dit ook het doel van de ECB is.

Uitwijken naar de high-yield-sector, ofwel bedrijfsleningen die geen investment-grade-rating hebben, wordt door veel experts, en ook door ons, met klem afgeraden. De obligaties in dit segment zien er misschien wel hetzelfde uit als de anderen, maar ze kennen een heel andere marktdynamiek en zijn voor de individuele belegger als pensioenbelegging uiterst ongeschikt. Voor fondsproducten met erkende experts die gespecialiseerd zijn in dit type obligaties, kunnen deze echter een zinvolle aanvulling zijn op de kernportefeuille.

Dan blijven nog obligaties in vreemde valuta en natuurlijk aandelen over. Beide vormen zijn echter slechts onder bepaalde voorwaarden geschikt voor leken. Wanneer gebruikt in fondsproducten zijn ze echter een perfecte oplossing om op lange termijn voor kapitaalbehoud en -groei te zorgen. Natuurlijk lijken aandelen momenteel duur, vergeleken met



Grafiek 1: Volumen van staatsobligaties met een negatief markttrendement (in miljard euro)



Grafiek 2: Percentage staatsobligaties met een negatief markttrendement voor een bepaald land

² Originele titel: Brave New World, Aldous Huxley

vroeger wanneer staatsobligaties een gemiddeld rendement van 5 % boden en dat van bedrijfsobligaties 7 % bedroeg. *Maar* het huidige beleggersklimaat is nu eenmaal wat het is en *niet* wat we zouden willen dat het is.

Graag verduidelijken we dit verder aan de hand van een voorbeeld. Het aandeel van het Amerikaanse bedrijf Procter & Gamble (P&G) wordt momenteel verhandeld tegen een koers-winstverhouding (K/W) van 22. Historisch gezien is dat duur en op basis daarvan zouden veel analisten waarschijnlijk adviseren het te verkopen. Een K/W van 22 komt bij benadering neer op een rendement van 4,5 % (100:22). Een in USD-genoteerde obligatie van P&G met een looptijd van 5 jaar biedt echter slechts een rendement van 1,6 %. Dat is zeer duur en misschien niet echt zinvol, maar zolang ingrijpende onvoorziene gebeurtenissen uitblijven, zullen deze obligaties ook niet wezenlijk goedkoper worden. Integendeel: ze zullen waarschijnlijk nog duurder worden, waardoor het rendement nog verder daalt. Met dit in het achterhoofd is het aandeel P&G misschien toch niet zo duur.

Dat betekent uiteraard niet dat alle aandelen zullen stijgen en de rendementen van obligaties verder zullen dalen. Het is namelijk geen algemene regel en zal ook niet altijd en niet in elke periode zo zijn. Wij zijn er echter van overtuigd dat we, wanneer we door de mist van de bipolaire markten heen kijken, de onderliggende trends kunnen herkennen, en die wijzen precies in deze richting: aandelen *en* obligaties zullen trendmatig verder stijgen. De onderliggend stijgende trend op de aandelen- en obligatiemarkt zorgt ervoor dat we een voorkeur hebben om long gepositioneerd te zijn in beide activaklassen. Dat wilt echter niet zeggen dat we altijd een longpositie hebben. Het is immers zo dat de kapitaalmarkt nooit in rechte lijn beweegt en schommelingen rondom de trend significant kunnen zijn, afhankelijk of de stemming op dat moment eerder euforisch, dan wel depressief is. Daarom zullen we soms de risico's drastisch terugbrengen teneinde de verliezen voor beleggers te beperken en de volatiliteit op een gecontroleerde manier te beheren.



Auteurs >>

Guido Barthels

Portfolio Manager

ETHENEA Independent
Investors S.A.

Yves Longchamp, CFA

Head of Research

ETHENEA Independent
Investors (Schweiz) AG

Macro-economische vooruitzichten >>

Zoals onze portefeuillebeheerder Guido Barthels duidelijk uiteen heeft gezet in het eerste deel van deze Marktcommentaar, zijn de markten zeer onstabiel en schieten ze zonder voorafgaande signalen van extreme dalen naar hoge pieken. Als econoom beschouw ik koersbewegingen, die in realtime waarneembaar zijn, als symptomen van een mogelijke economische ziekte. In tegenstelling tot de prijschommelingen, is dit laatste slechts af en toe waarneembaar en met een forse vertraging. Economische statistieken worden in het beste geval maandelijks gepubliceerd en zijn over het algemeen een weergave van de situatie van één of twee maanden eerder. Net zoals de medische wetenschap vooruitgang heeft geboekt, hebben de economische en financiële wetenschappen dat ook gedaan. Symptomen en ziekten beïnvloeden elkaar door bepaalde zwaktes te versterken en anderen te compenseren.

Door alle beschikbare informatie te combineren, en met andere woorden alle symptomen en onderzoeksgegevens van de patiënten te analyseren, zouden we, zoals Guido Barthels schrijft, een betere diagnose kunnen stellen. De symptomen van de bipolaire stoornis die we waarnemen hebben totaal verschillende betekenissen wanneer duidelijk wordt dat de Europese, de Amerikaanse en de Chinese patiënt gezond, maar duizelig zijn, dan wel wanneer ze echt ziek blijken.

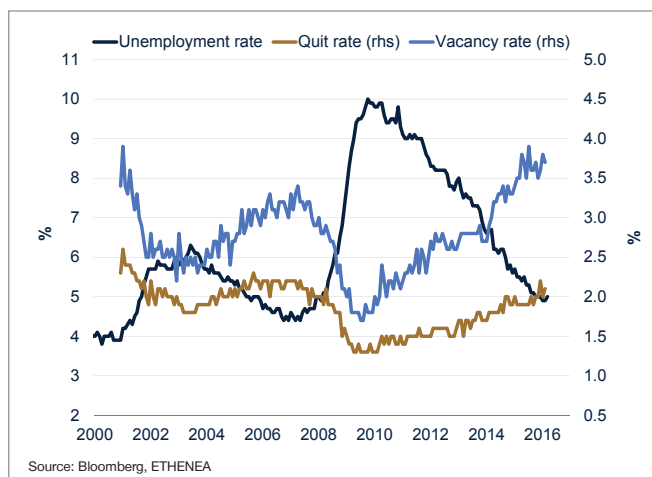
Het is een terechte vaststelling dat in een *laagte*klimaat, dat wil zeggen omstandigheden van lage groei, lage inflatie, lage rente, lage rendementen en doorgaans lage opbrengsten, de scheidingslijn tussen groei en recessie, inflatie en deflatie en bull- en bearmarkten dun is. Perceptie is in een dergelijk

klimaat essentieel. Ongeacht of deze nu positief of negatief is, leidt ze tot grote pieken en dalen in het beleggerssentiment. We kunnen dus stellen dat extreme uitschieters van dit sentiment en bipolaire stoornissen veel raakvlakken hebben.

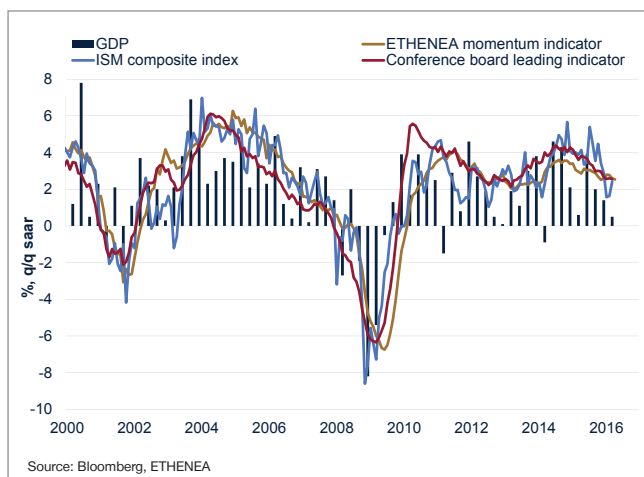
Verenigde Staten

De economische indicatoren geven gemengde signalen af, waardoor het moeilijk is om vast stellen wat de precieze status van de patiënt is. De fundamentals van de Amerikaanse arbeidsmarkt zijn zeer gezond. Grafiek 3 illustreert hoe dynamisch de arbeidsmarkt is. De werkloosheid ligt dichtbij het niveau van de groeiperiode voorafgaand aan de Wereldwijde Financiële Crisis en het aantal vacatures ligt zelfs hoger, wat wijst op een grote vraag naar werknemers. Ten slotte ligt het percentage werknemers dat uit eigen beweging ontslag neemt, vermoedelijk voor een betere betrekking elders, ook op een vergelijkbaar niveau met dat van de jaren van sterke economische groei vóór de crisis.

Dit positieve beeld wordt door bijna alle voorlopende indicatoren betwist. Een selectie van indicatoren die de bbp-groei volgen (Grafiek 4) wijst op een onbetwistbare afname van de groei. Deze analyse is gebaseerd op onze ETHENEA-momentumindicator, die meet de stand van zaken in de economie door een grote verzameling economische variabelen samen te voegen in een uitgebreid statistisch model. Bovenstaande vaststelling wordt tevens bevestigd door de Conference Board Leading-index, die hetzelfde doet, maar met een kleinere



Grafiek 3: Een gezonde arbeidsmarkt*



Grafiek 4: De vroege indicatoren in de VS wijzen op terugval van de groei (alle indicatoren zijn gecorrigeerd om met de bbp-bewegingen overeen te stemmen)

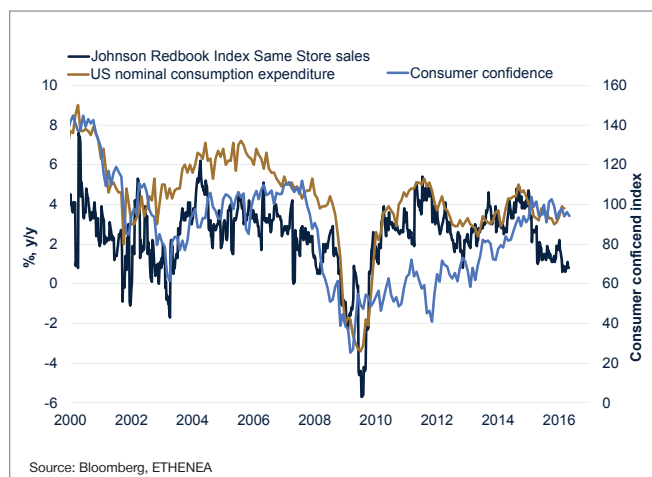
verzameling variabelen die ook informatie over de financiële markt omvatten, alsook door de ISM Composite Index, die gebaseerd is op onderzoeksgegevens.

Wanneer we nu dieper ingaan op het hart van de groei, zien we dat het herstel in de VS wordt aangedreven door de particuliere consumptie, als ware het de grotere linkerkamer van het hart, en in mindere mate door de investeringen, de rechterkamer. De bijdrage van de overheidsuitgaven en van de netto-export aan het groeicijfer lijken eerder op een afrondingsfout dan iets anders. Sinds het begin van het herstel in de VS in 2010, is het bbp per kwartaal op jaarbasis met 2,1 % gegroeid. Daarvan was 1,6 % afkomstig van de particuliere consumptie en 0,8 % van de investeringsuitgaven. Door het instorten van de olieprijs is de investeringscyclus in deze sector uiteraard tot stilstand gekomen. Daarnaast zijn de investeringen in kapitaalgoederen (capex) ook afgenomen in sectoren die niet rechtstreeks door het negatieve effect van de oliekoers worden beïnvloed, wat op slechte vooruitzichten

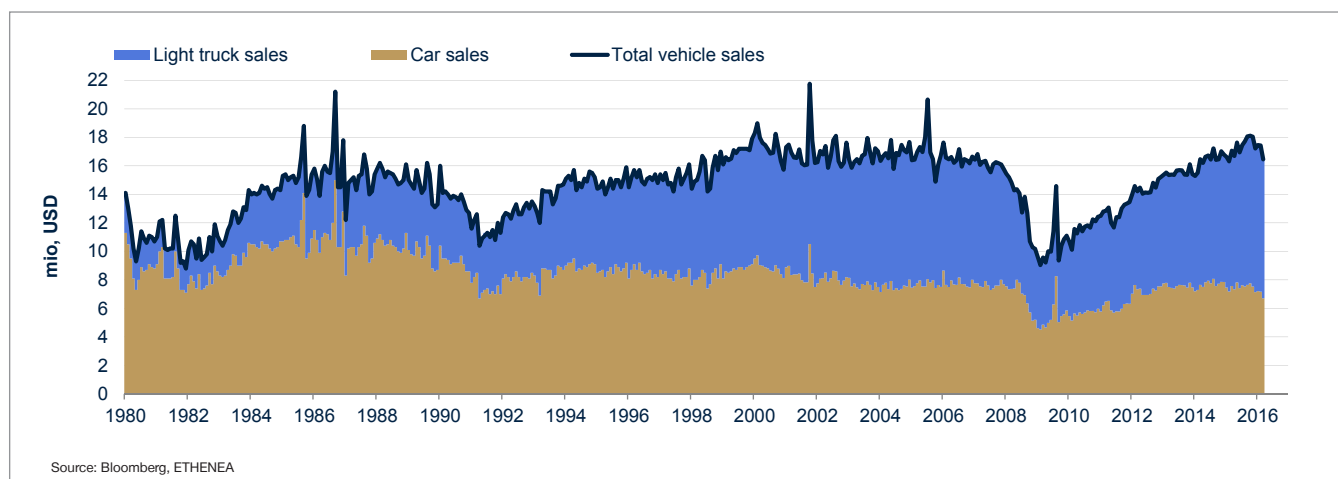
voor de wereldwijde industriële sector wijst. Ook de particuliere consumptie heeft aan momentum verloren (Grafiek 5). De laatste piek in het consumentenvertrouwen vond namelijk vorig jaar plaats en de evolutie van de winkelomzet (same store sales) is verre van bemoedigend. Een andere aanwijzing van de dalende consumptie is de terugval van het aantal verkochte voertuigen, zoals weergegeven in grafiek 6. Zowel de verkoop van personenauto's als lichte vrachtwagens is de afgelopen maanden teruggevallen.

De belangrijkste vraag die beleggers zich moeten stellen is of de vermoeidheidsverschijnselen van de patiënt symptomen zijn van een beginnende aandoening of dat het slechts door de wisseling van de seizoenen wordt veroorzaakt. Het is nog te vroeg voor een precieze diagnose, maar wat we wel weten is dat de patiënt op wonderbaarlijke wijze hersteld is van een slopende ziekte die bijna tien jaar geleden uitbrak en dat dit mirakel slechts te danken was aan gloednieuwe medicijnen. De meeste hiervan werden op grote schaal toegediend hoewel ze ongetest en zonder patent zijn verstrekt. De langetermijneffecten ervan zijn dus onbekend en er is niet genoeg onderzoek om te kunnen beoordelen of de patiënt er nu beter of slechter voorstaat en of ze zijn gedrag duurzaam hebben beïnvloed. Hierdoor vormen waarnemingen uit het verleden een slechte basis om het heden te begrijpen en de toekomst te voorspellen.

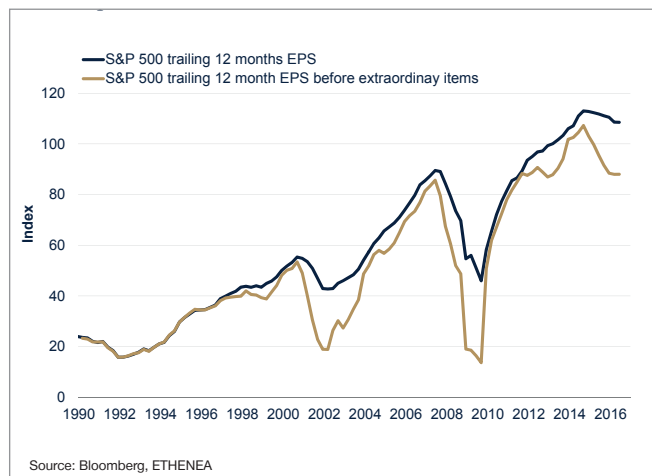
Wij zijn dan ook voorzichtig. Of het nu slechts de wisseling der seizoenen of een diepliggendere oorzaak is, de beschikbare informatie wijst er in elk geval op dat de gezondheid van de patiënt de laatste tijd niet is verbeterd. De aangepaste winst per aandeel (WPA) piekt en de bruto WPA vóór aftrek van bijzondere kosten – de ongepolijste WPA – verslechtert (Grafiek 7). Wij zien momenteel geen verbetering. Desondanks is de patiënt, door het sinds half februari ingezette sterke herstel op de aandelenmarkten, duidelijk positief gestemd.



Grafiek 5: De particuliere consumptie verliest aan vaart



Grafiek 6: Het aantal verkochte voertuigen daalt



Grafiek 7: De winsten per aandeel van de S&P 500 zijn in de laatste kwartalen verslechtert

Europa

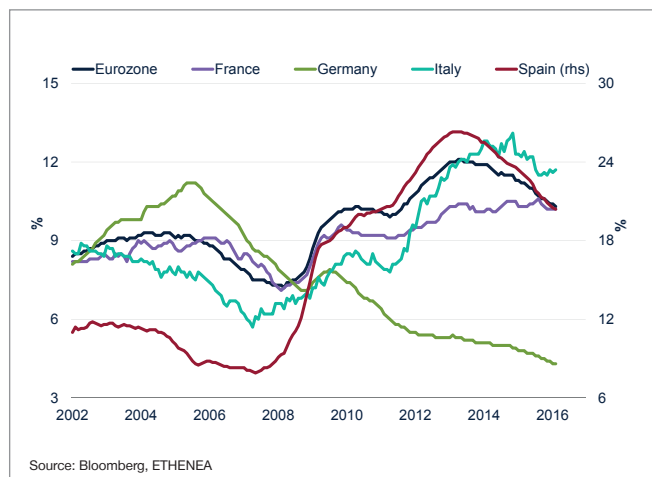
Aan de andere kant van de Atlantische Oceaan is de Europese patiënt herstellende, maar zijn gezondheid blijft kwetsbaar, zwak en onevenwichtig, om het met de woorden van dokter Draghi, die hem al geruime tijd behandelt, te zeggen. De patiënt is getroffen door dezelfde ziekte als de VS tien jaar geleden en daarna door een vorm van bestuurlijke crisis, genaamd eurocrisis. Deze laatste is ook wel bekend onder de naam politieke dyspraxie³, een aandoening die wordt gekenmerkt door het onvermogen om ingrepen te coördineren. De symptomen zijn makkelijk te herkennen: de politieke maatregelen die de patiënt neemt, lijken onhandig en uit de pas te lopen met zijn omgeving, daarnaast heeft de patiënt moeite met zijn balans en houding.

De behandeling van beide aandoeningen was voor de Europese patiënt grotendeels dezelfde als in de VS. De centrale bank ver-

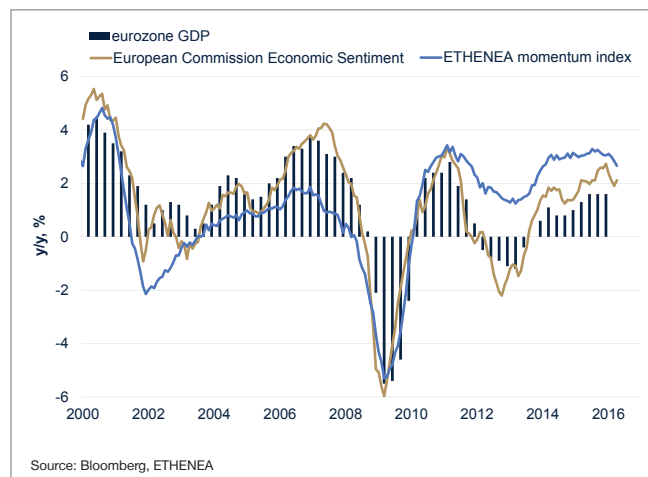
laagde de rente en introduceerde een monetair verruimingsprogramma. Hoewel het om twee aandoeningen ging, werd de behandeling pas laat ingezet. Dit verklaart ten dele waarom de arbeidsmarkten nog steeds vrij ver van hun evenwicht af zitten, zoals grafiek 8 weergeeft. Volgens deze data zijn de Europese economieën niet zo gezond als de Amerikaanse, maar over de hele lijn zijn ze aan het herstellen en is er nog ruimte voor verdere verbetering.

Het herstel van de bbp-groei zal volgens de voorlopige indicatoren niet verder versnellen. Grafiek 9 laat de bbp-groei in de eurozone en twee voorlopige indicatoren zien die beide op enigszins afnemende groei wijzen. Onze ETHENEA-momentumindicator voor Europa heeft dezelfde opbouw als de hierboven beschreven Amerikaanse.

Wanneer we naar het hart van de groei kijken, zien we dat het Europese herstel, dat pas echt begon in 2013, na de eurocrisis, vergeleken met de VS bescheiden is. De groei bedraagt gemiddeld 1,1 % per kwartaal op jaarbasis, ongeveer de helft van de Amerikaanse groei. Terwijl de netto-export vrijwel niets bijdraagt, is de particuliere consumptie goed voor 0,5 % van de bbp-groei, de investeringen voor 0,3 % en de overheidsuitgaven ook voor 0,3 %. De groei in de eurozone is dus evenwichtiger dan in de VS. Niettemin staat het vast dat de particuliere consumptie de grootste en meest stabiele drijver van de groei is. Ondanks de zwakke euro was de netto-export de afgelopen kwartalen een rem op de Europese groei. Voor de consumptie geven de vroege indicatoren gemengde signalen af. Enerzijds is het aantal nieuwe banen in de eurozone gestegen, terwijl anderzijds in heel Europa het consumentenvertrouwen is afgenomen, waardoor de consumptie maar matig toeneemt (Grafiek 10). De investeringsuitgaven hielden goed stand, vooral in de uitrustings- en transportsector. Bovendien is de kredietverlening aan de niet-financiële sector in maart zelfs iets opgeveerd (Grafiek 11), wat wijst op een verdere verbetering van de investeringen.



Grafiek 8: Verbetering van de arbeidsmarkten



Grafiek 9: De eurozone staat voor groeivertraging (alle indicatoren zijn gecorrigeerd om met de bbp-bewegingen overeen te stemmen)

³ Dyspraxie is een motorische ontwikkelingsstoornis die leidt tot problemen bij het plannen en coördineren van motorische handelingen., Bron: <https://nl.wikipedia.org/wiki/Dyspraxie>

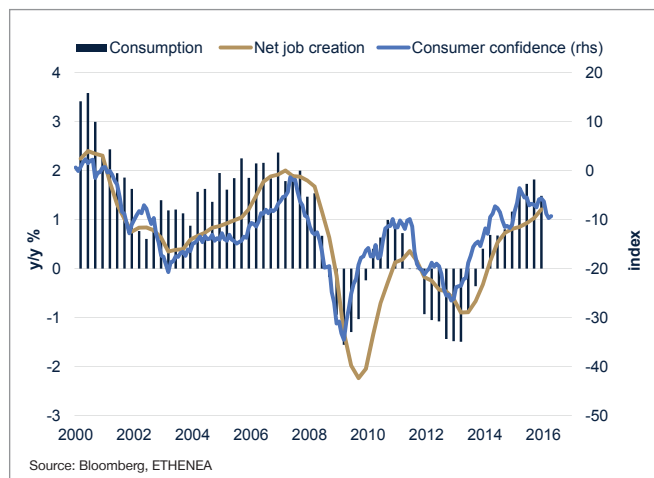
Alles bij elkaar lijkt het de goede kant op te gaan met de Europese patiënt en vormt hij momenteel, ondanks zijn nog steeds kwetsbare toestand, geen grote bron van zorgen. Het grootste risico is nu het opnieuw opklaaien van de politieke dyspraxie, die zich in de komende maanden weer plotseling zou kunnen manifesteren. Een Brexit, Grexit en de Spaanse verkiezingen zijn enkele voorbeelden van situaties waaruit een nieuwe crisis kan ontstaan.

China

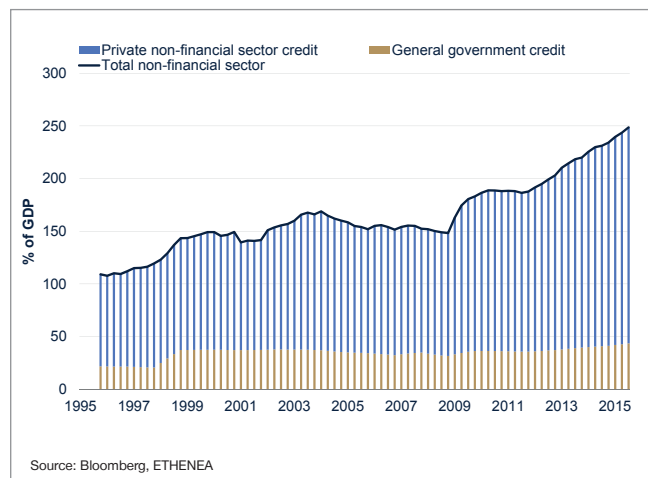
In tegenstelling tot Europa en de VS werd China niet rechtstreeks getroffen door de Wereldwijde Financiële Crisis, maar het land werd wel door het tweede-ronde-effect geraakt. Terwijl de gezondheidstoestand van zijn vroegere handelspartners verslechterde en hun vraag bijgevolg daalde, nam China zijn toevlucht tot zijn eigen traditionele geneeskunde: financiële verruiming via lokale overheidsuitgaven en bankleningen in plaats van het opkopen van activa door de centrale bank. China heeft ongetwijfeld beseft dat het zijn economie niet voor onbepaalde tijd met op krediet gebaseerde investeringen kan

oppeppen, vooral gezien de snelle kredietgroei (Grafiek 12), waardoor het lastig wordt voldoende winstgevendende kansen te vinden om al deze liquiditeit efficiënt te investeren. Maar het land rekende op het snelle herstel van zijn vroegere partners en bleef de kredietdosering (zoals vaak het geval is met medicijnen) maar verhogen om zo het werkzame effect te behouden.

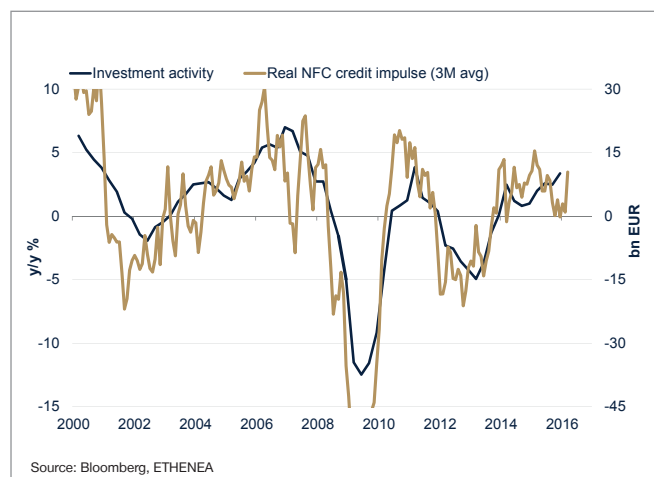
Het is nu zeven jaar na de Wereldwijde Financiële Crisis en Europa en de VS lijden nog steeds aan instabiliteit. Terwijl de economische groei in beide regio's wordt aangedreven door de binnenlandse vraag, is hun importvraag naar Chinese goederen weliswaar hersteld, maar niet voldoende voor de door schulden opgeblazen productiecapaciteit. China moet erkennen dat het moet ophouden te verlangen naar de terugkeer van vervlogen tijden en proberen meer zelfvoorzienend te worden. Dit betekent dat het land meer op particuliere consumptie moet gaan bouwen, maar brengt ook met zich mee dat het de investeringen en dus de overcapaciteit in bijvoorbeeld de zware industrie moet afbouwen (Grafiek 13). Verder moet China de productiviteit blijven verbeteren, aangezien het een groot deel van zijn loonkostenvoordeel heeft verloren en verdere loongroei nodig heeft om de consumptie aan te jagen. Naast het in goede banen



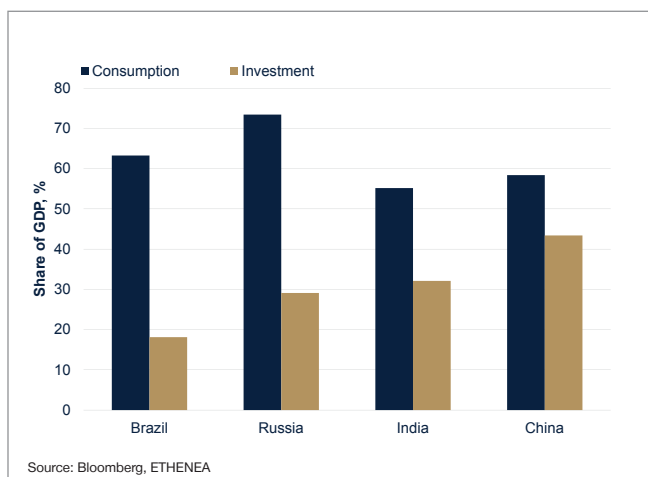
Grafiek 10: De consumptie in de eurozone wordt ondersteund door een verbeterende arbeidsmarkt



Grafiek 12: Snelle kredietgroei in China vanaf 2008



Grafiek 11: Verrassend robuuste investeringen in de eurozone



Grafiek 13: De bijdrage van investeringen aan het Chinese bbp blijft hoog, ook in vergelijking met andere opkomende markten

leiden van dit op zich complexe heroriëntatieproces, moet China ook het hoofd bieden aan een aantal bijwerkingen van de in de afgelopen jaren toegediende medicijnen.

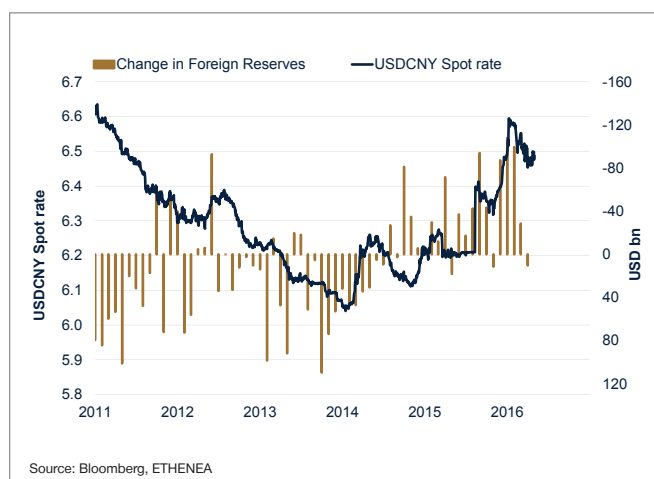
Een van die bijwerkingen is het optreden van bloedingen. Doordat beleggers zich realiseren dat de groeivoorzichten en de beleggingskansen afnemen, proberen ze hun kapitaal naar andere markten te verplaatsen, wat resulteert in een kapitaaluitstroom. Deze uitstroom kwam in 2014 op gang en werd door een slecht gecommuniceerde wisselkoersaanpassing in de zomer van 2015 groter (Grafiek 14). Terwijl de overheid er voorlopig in slaagt het bloeden te stelpen door, als een soort drukverband, kapitaalcontroles op te leggen, is de wond zelf nog niet geheeld.

Een andere bijwerking van de enorme liquiditeitsinjectie, die in het eerste deel van deze Marktcommentaar is beschreven, is de willekeurige afwisseling tussen de euforie en depressie, die in alle activaklassen wordt waargenomen. Zoals blijkt uit grafiek 15 was er na de woningmarkt op de aandelenmarkt het afgelopen jaar een aanhoudende opeenvolging van hausses en

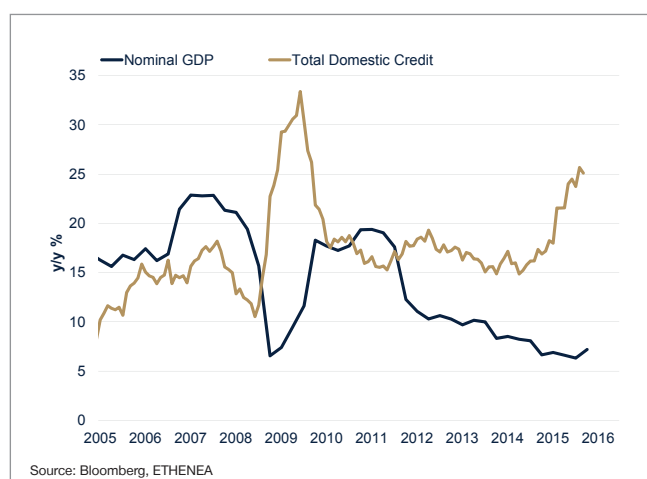
baisses; en terwijl de obligatiemarkt lijkt terrein te verliezen, maakt de woningmarkt zich klaar voor een nieuwe rally.

Het ontstane liquiditeitsoverschot leidt niet alleen tot toenemende instabiliteit op de financiële markten, het vormt ook voor de banken een probleem. Aangezien veel van het krediet dat de afgelopen jaren is verstrekt eerder politiek gemotiveerd was dan op winstgevendheid gebaseerd, hebben sommige industrieën problemen met uitstaande schulden. Het directe gevolg hiervan is dat de balans van de Chinese banken door het toenemend aantal dubieuze leningen verslechtert. Zolang ze hun slechte leningen kunnen doorrollen, kan de kredietcyclus worden verlengd. Er komt echter een moment waarop er een fors deel zal moeten worden afgeschreven om te voorkomen dat ze zoals de Japanse zombiebanken eindigen.

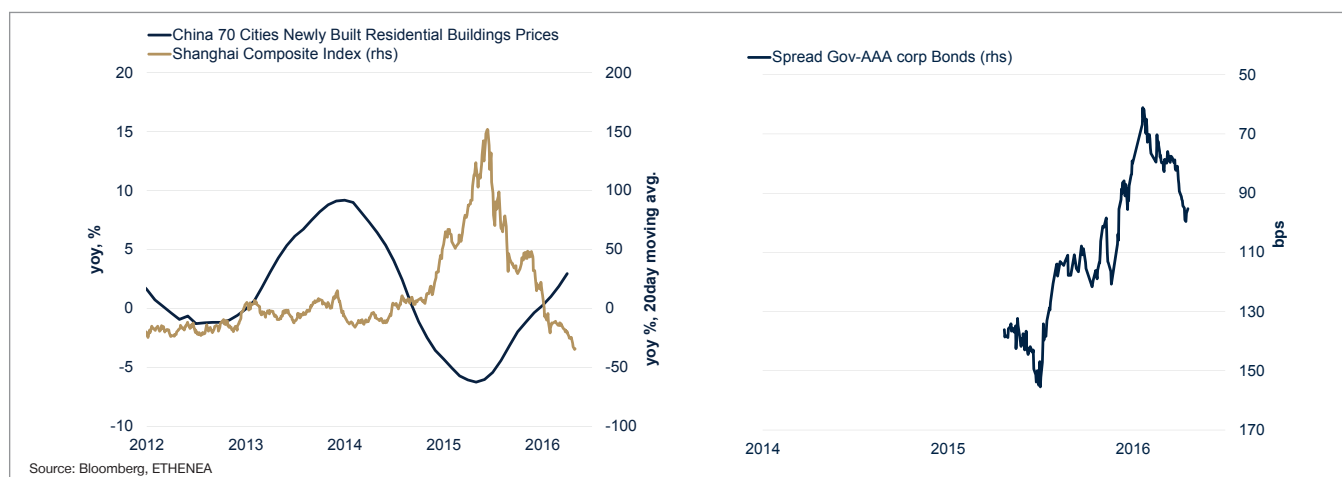
Er is bij de Chinese patiënt sprake van structurele zwakte zodra hij geen liquiditeitsinjecties meer krijgt toegediend. Hoewel het duidelijk is dat China na de beëindiging van de behandeling niet in hetzelfde tempo verder kan gaan, lijkt het



Grafiek 14: Initiële kapitaaluitstromen versnelden na de wisselkoersaanpassing in augustus*



Grafiek 16: Kredietverstrekking heeft zich hersteld in Q1 2015



Grafiek 15: Zeepbellen ontstaan steeds sneller sinds 2013

land zich te richten op een heroriëntatie door middel van een geleidelijke (in onze westerse ogen onzichtbare) afbouw van de kredietverstrekking, in plaats van deze abrupt te stoppen. Dit is niet alleen minder ingrijpend voor de patiënt, maar ook prettiger voor zijn omgeving. Wij zijn ons er echter van bewust dat een terugval naar door schulden gedreven hoogtepunten, zoals we nu waarnemen (Grafiek 16), ten koste gaat van de afbouw en de heroriëntatie, waardoor deze nog moeilijker worden. Aangezien we beseffen dat de situatie van de patiënt nog niet verbeterd is, blijven we voorzichtig en verheugen we ons op zijn herstel.

Conclusie

Elke patiënt heeft zijn eigen medische voorgeschiedenis en moet dus ook individueel behandeld worden. De drie bovengenoemde patiënten bevinden zich niet in dezelfde toestand. De Amerikaanse economische cyclus is al vergevorderd en hoewel de huidige vertraging waarschijnlijk alleen maar een teken is dat het hoogtepunt bereikt werd, is de impact op de winsten duidelijk. In Europa verbeteren de fundamentals, maar de politieke onzekerheden blijven bestaan. Tot slot verslechteren de fundamentals weliswaar in China, maar de toegepaste remedies lijken - tenminste op de korte termijn - wonderen te verrichten. In dat kader blijven we voorzichtig, wanneer de patiënten echter goed gestemd zijn, maken we ook gebruik van dit positieve en optimistische sentiment. We vergeten echter niet dat dit gevoel ook snel kan omslaan.



Auteur >>

Yves Longchamp, CFA

Head of Research

ETHENEA Independent Investors (Schweiz) AG



ETHENEA
managing the Ethna Funds

Auteurs >>

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): 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, 30.04.2016.