



MARKTCOMMENTAAR



ADD TO BASKET



Goudhamsters

In de Westerse wereld, die als veilig wordt beschouwd, is hamsteren al lang in de vergetelheid geraakt. Ook goud opkopen boette in aan populariteit. De grootschalige monetaire verruimingsmaatregelen van de centrale banken hebben de marktmechanismen echter op hun kop gezet. Welke rol speelt goud vandaag de dag?

Inhoud >>

Editie gepubliceerd op 31.8.2016

>> [Goudhamsters](#)

>> [Macro-economische vooruitzichten](#)





 ADD TO BASKET



Goud-hamsters

In de Westerse wereld, die als veilig wordt beschouwd, is hamsteren al lang in de vergetelheid geraakt. Ook goud opkopen boette in aan populariteit. De grootschalige monetair verruimingsmaatregelen van de centrale banken hebben de marktmechanismen echter op hun kop gezet. Welke rol speelt goud vandaag de dag?

In het derde weekend van augustus stond Duitsland in rep en roer toen diverse media berichtten dat de Duitse regering mensen zou oproepen om te gaan hamsteren. Wat bleek? Een gedeelte van het nieuwe plan voor burgerbescherming was uitgelekt. Door de huidige terreurdreiging jaagden de, uit hun context getrokken, berichten de bevolking de stuipen op het lijf. Het ministerie van Binnenlandse Zaken van Thomas de Maizière, die vooral bekend staat om zijn *beeldend taalgebruik*^{1,2} en dezer dagen beslist zijn handen vol heeft, bracht met deze communicatieblunder een grote tekortkoming aan het licht in Duitsland. De meeste Duitsers hebben sinds het einde van de Koude Oorlog geen oog meer voor de kwetsbaarheid van de netwerkmaatschappij binnen de technische infrastructuur die instaat voor de water- en elektriciteitstoevoer. Door terroristen of vijandige regimes uitgevoerde virusaanvallen kunnen de infrastructuur van een land dagen- of zelfs wekenlang lamleggen. Met dit in het achterhoofd is een voorraad water, basisvoedingsmiddelen en bijvoorbeeld batterijen en kaarsen echter geen paniekzaaijerij maar zinvol, of zoals de heer de Maizière het tijdens een conferentie in Berlijn verwoordde: “voorzichtigheid is de moeder van de porseleinkast”. Temeer omdat het hier niet gaat om nieuwe inzichten, en een desbetreffende leidraad al enkele jaren op de website van het Duitse Federale Departement voor Burgerbescherming en Noodhulp kan worden gedownload.³

Enerzijds zou de communicatie van het ministerie van Binnenlandse Zaken beslist beter kunnen. Anderzijds zou een andere aanpak de auteur van deze nieuwe Marktcommentaar zijn inleiding hebben gekost.

De onrust onder de bevolking heeft echter niet alleen te maken met terreur en oorlog, maar ook met het aanhoudende monetair beleid van de centrale banken dat gepaard gaat met een negatieve of in ieder geval bijzonder lage rente. Dit leidt in combinatie met marktmanipulaties tot een steeds verder afbrokkelend vertrouwen in de stabiliteit van de eigen munt. Tot dusver is er echter alleen sprake van een *aantasting* van het vertrouwen, **niet** van een *verlies* van vertrouwen. De bezorgdheid groeit echter dat de centrale banken de greep op hun experimentele monetair beleid enigszins verloren hebben. Dit thema hebben we in andere Marktcommentaren al ter sprake gebracht.

In deze omstandigheden willen we het onderwerp *goud* op-nieuw aan kaarten. In het verleden stonden we nogal sceptisch tegenover goud als beleggingscategorie. Gezien er nooit een gebrek was aan betere beleggingen liepen we er niet echt warm voor. In onze Marktcommentaar van augustus 2010 hebben we dit thema al eens aangesneden. We kwamen toen tot de conclusie dat er op dat moment in onze fondsen geen plaats was voor goud. Ondertussen zijn we zes jaar verder en zijn de omstandigheden veranderd. De rente op de obligatiemarkten is lager dan ooit tevoren; de waarderingen van vele aandelen zijn *royaal*; de Europese Centrale Bank wordt inmiddels overal mee belast, tot het opkopen van aandelenfondsen toe, om de nog altijd zwakke economische groei te stimuleren en de staatsschulden lopen op, ondanks de ongekend lage obligatierentes. Met andere woorden: omdat de wereld veranderd is, hebben ook wij goud opnieuw onder de loep genomen om te bepalen of we de ban al dan niet moeten opheffen.

¹ “Een deel van deze antwoorden zou voor onrust zorgen onder de bevolking.” Thomas de Maizière tijdens de persconferentie op 18.11.2015 nadat de voetbalinterland in Hannover werd afgelast

² Een schrijven van het Duitse ministerie van Binnenlandse Zaken waaruit blijkt dat de regering Erdogan rechtstreekse banden onderhoudt met Hamas en het Moslimbroederschap, werd op 16.8.2016 een „administratieve fout” genoemd.

³ Bron: http://www.bbk.bund.de/SharedDocs/Downloads/BBK/DE/Publikationen/Broschueren_Flyer/Buergerinformationen_A4/Checkliste_Ratgeber.html

Laat ons eerst dieper ingaan op de feiten en de fabels.

Tot op de dag van vandaag houdt de mythe stand dat de Nieuw-Babylonische koning Nebukadnezar II (605 tot 562 v. Chr.) tijdens zijn bewind de waarde van één ons goud gelijk zou hebben gesteld aan 350 broden. Mocht dit daadwerkelijk kloppen, dan zou de vorst over opmerkelijke vooruitziende gaven hebben beschikt. Want nog altijd komt de waarde van een troy ounce goud vrijwel exact overeen met de prijs van 350 broden.⁴ Ondanks intensief speurwerk van de auteur is hiervoor echter geen historisch bewijs aan te voeren. Nebukadnezar II is daarnaast bekend vanwege de *hangende tuinen van Babylon*, een van de zeven klassieke wereldwonderen, evenals de uit de Bijbel bekende *toren van Babel*. Vooral laatstgenoemde heeft volgens de Bijbelverhalen nogal wat schade aangericht in de wereld.⁵ Al bij al is het tijdperk van Nebukadnezar II vrij dubieus te noemen.

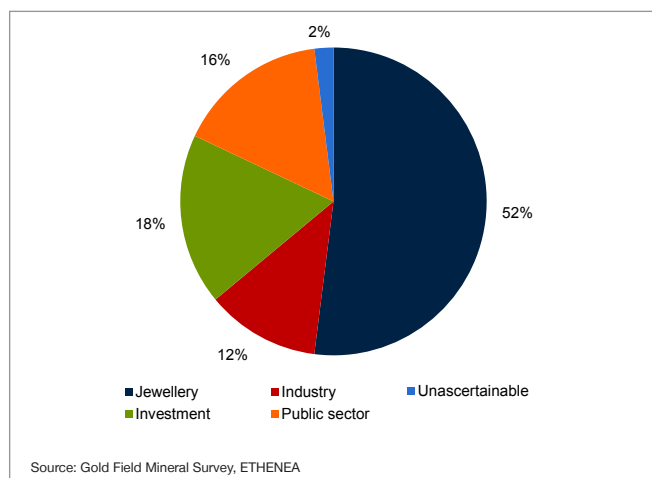
Ook als we dit tijdperk buiten beschouwing laten, was goud duizenden jaren lang een gangbaar betaalmiddel, veelal in de vorm van gouden munten. De eerste uniform geslagen gouden munten worden toegeschreven aan Croesus rond 560 v.Chr.⁶ In de daaropvolgende millennia werden verschillende andere soorten gouden munten geslagen. Tot ver in de 20e eeuw (1971) was de waarde van een munt, op basis van het Bretton-Woods-akkoord, feitelijk gebaseerd op goud. Pas met het uiteenvallen van dit systeem, waarvan de belangrijkste tekortkoming was dat er niet voldoende goud voorhanden was om de vraag naar geld te dekken, ontstond het huidige *papier-geld* (fiduciair geld). Daarmee verloor goud de status van betaalmiddel. De intrekking van *Executive Order 6102* op 31.12.1974, dat wil zeggen het opheffen van het gedurende 40 jaar geldende verbod op goudbezit in de VS, leidde er uiteindelijk toe dat ook beleggingen

en speculaties bijdragen aan de ontwikkeling van de goudprijs. Vandaag de dag spelen ETF's (*Exchange-Traded Funds*) en ETC's (*Exchange-Traded Commodities*) een onmiskenbare rol bij de ontwikkeling van de goudprijs.

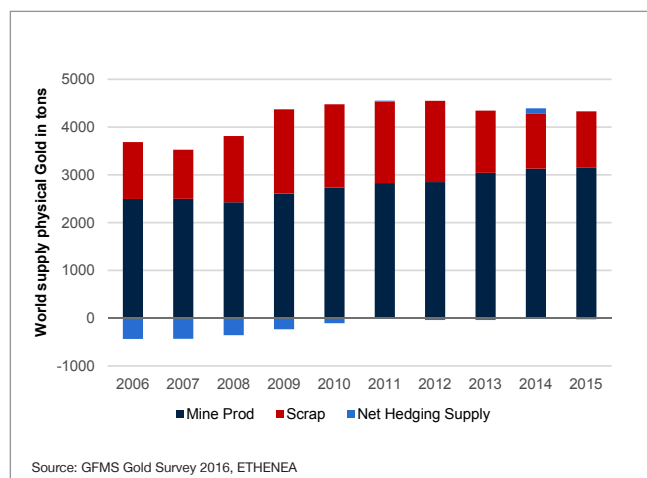
Deskundigen schatten dat fysiek bovengronds, en dus reeds ontmijnd, goud goed is voor ongeveer 166.000 ton, waarvan het grootste deel in sieraden verwerkt is (grafiek 1). Het goudaanbod ten belope van ongeveer 4.000 ton per jaar is daarnaast vrij overzichtelijk, waarbij de wereldwijde voorraad in 2015 met slechts 3.158 ton nieuw gedolven goud is toegenomen (grafiek 2). De totale wereldwijde voorraad van nog niet gedolven goud wordt geschat op nog eens 100.000 ton. Het metaal, waarvan wereldwijd ongeveer 280.000 ton bestaat, wat overeen zou komen met een blok van 24,38 bij 24,38 meter⁷, kost ondertussen ongeveer USD 42.000 per kilo, ofwel, tegen de huidige prijzen, USD 10,8

» Sinds de donkere dagen van de crisis op de financiële markten en de daaropvolgende wereldwijde economische crisis in 2009 is de vraag naar fysiek goud met ruim 30 % toegenomen. «

biljoen⁸ voor de gehele hoeveelheid. Dat is zelfs in deze tijd van grote getallen een flinke smak geld. De reële economische waarde moet echter lager zijn – vanwege een zeer bescheiden vraag vanuit het bedrijfsleven – temeer omdat goud geen industriële toepassingen heeft. Het is noch een betaalmiddel in het handelsverkeer, noch een metaal dat bij productieprocessen veelvuldig gebruikt wordt. Waarom is goud dan toch zo duur?



Grafiek 1: Verdeling van het bovengrondse, d.w.z. reeds gedolven goud. Geschat volume: ca. 166.000 ton



Grafiek 2: Wereldwijd aanbod van fysiek goud

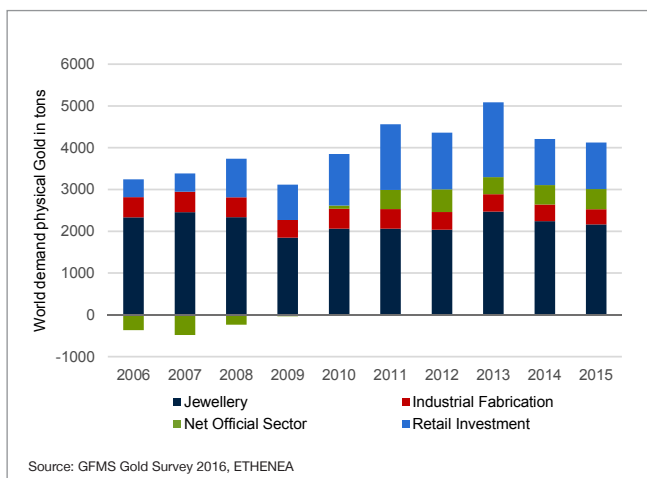
⁴ Wanneer we uitgaan van een broodprijs van EUR 3,50, dan komen 350 broden overeen met EUR 1.225. Een troy ounce goud kostte op 25.8.2016 EUR 1.172.

⁵ Eerste Boek van Mozes, hoofdstuk 11

⁶ Bron: <http://culturalinstitute.britishmuseum.org/asset-viewer/gold-coin-of-croesus/0AELiMNQIBLu8Q?hl=en>

⁷ Bij een soortelijk gewicht van 19,32 g/cm³ heeft 280.000 ton goud een volume van 14.492,754 m³, wat overeenkomt met een blok van 24,3809 m bij 24,3809 m.

⁸ Amerikaanse triljoenen

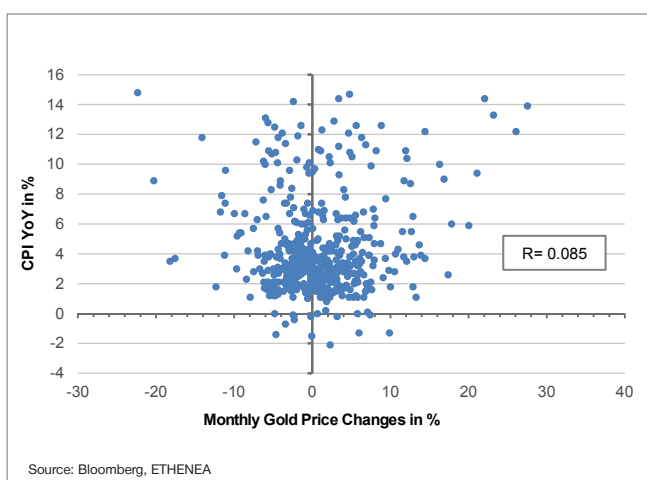


Grafiek 3: Wereldwijde vraag naar fysiek goud

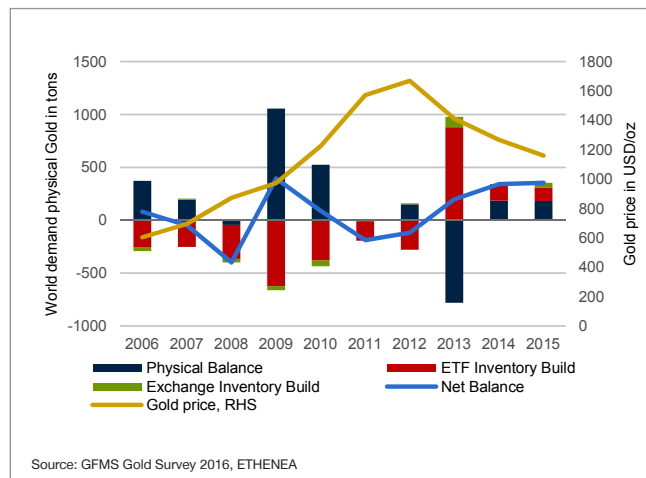
Grafiek 3 laat zien dat bijna 80 % van de vraag naar fysiek goud afkomstig is van particulieren. Sieraden en investeringen in de vorm van gouden munten en goudstaven vertegenwoordigden in het afgelopen jaar 3.281 ton van de totale vraag van 4.124 ton. Sinds de donkere dagen van de crisis op de financiële markten en de daaropvolgende wereldwijde economische crisis in 2009 is de vraag naar fysiek goud met ruim 30 % toegenomen. Grafiek 4 maakt echter duidelijk dat de markt voor ETF's

» Een hardnekkige theorie stelt dat goud een uitstekende inflatiebescherming is. «

tot 2013 schijnbaar steeg en sindsdien weer inzakt, wat een nadelig effect op de goudprijs had. Was dit echt zo? Het causale verband is helaas niet zo eenduidig. Het zou evengoed kunnen dat de goudprijs daalde en daardoor een uitstroom van goud-ETF's veroorzaakte.



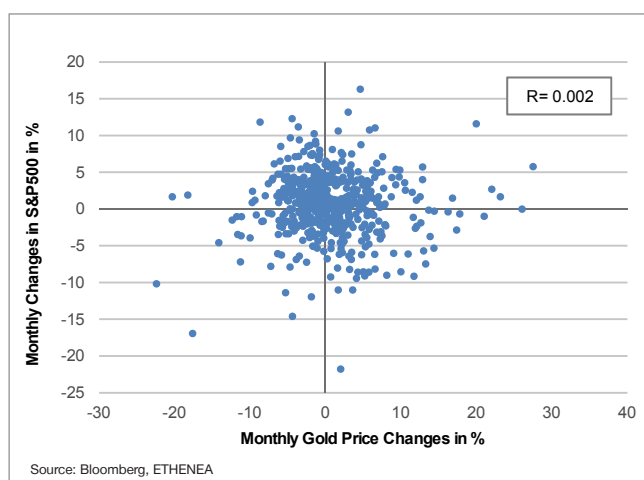
Grafiek 5: Spreidingsdiagram van de maandelijkse goudprijsveranderingen afgezet tegen de maandelijkse inflatie (j-o-j) sinds 1973



Grafiek 4: Netto-aanbod van goud, inclusief in de vorm van ETF's/ETC's en op de beurs verhandelde hoeveelheden

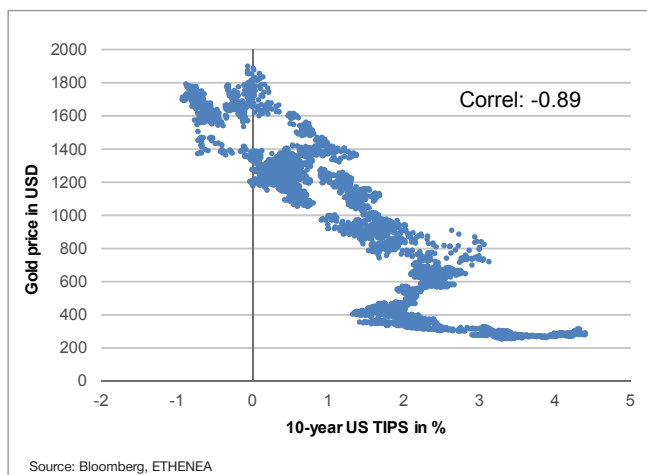
Maar in dit laatste geval rijst dan natuurlijk de vraag waarom de goudprijs daalde van bijna USD 1.800 in 2011 naar minder dan USD 1.100 in 2015 en vervolgens opnieuw steeg tot boven USD 1.300.

Een hardnekkige theorie stelt dat goud een uitstekende inflatiebescherming is. Als dit echt zo zou zijn, dan zou er op zijn minst een positief verband moeten bestaan tussen veranderingen in de goudprijs en inflatiepercentages. Een korte blik op het spreidingsdiagram van de goudprijsveranderingen tegenover de inflatiepercentages (grafiek 5) laat echter zien dat er geen statistisch (lineair) relevant verband bestaat tussen deze parameters. De correlatiecoëfficiënt⁹ is met 0,085 nagenoeg gelijk aan nul. Mogelijkerwijs kunnen deze cijfers nog worden *gemasseerd* door verschillende tijdverschuivingen te bestuderen om een betere samenhang tot stand te brengen. De auteur heeft dit echter niet gedaan. Grafiek 6 geeft daarnaast



Grafiek 6: Spreidingsdiagram van de maandelijkse goudprijsveranderingen afgezet tegen de maandelijkse veranderingen van de aandelenindex S&P 500 sinds 1973

⁹ De correlatiecoëfficiënt of product-momentcorrelatiecoëfficiënt (van Bravais en Pearson, daarom ook Bravais-Pearson-correlatie of Pearson-correlatie genoemd) is een dimensieloze grootheid waarmee de lineaire samenhang tussen twee minstens intervalgeschaalde variabelen wordt aangeduid. Deze kan waarden tussen -1 en +1 aannemen. Bij een waarde van +1 (resp. -1) bestaat een volledig positieve (resp. negatieve) lineaire samenhang tussen de geanalyseerde parameters. Wanneer de correlatiecoëfficiënt de waarde 0 heeft, vertonen de beide parameters geen enkele lineaire samenhang. Bron: <https://nl.wikipedia.org/wiki/Correlatieco%C3%ABffici%C3%ABnt>



Grafiek 7: Spreidingsdiagram van de goudprijs en de inflatiebestendige 10-jarige Amerikaanse rente sinds januari 2000

aan dat er evenmin een lineair verband lijkt te bestaan tussen goudprijzen en aandelenkoersen.

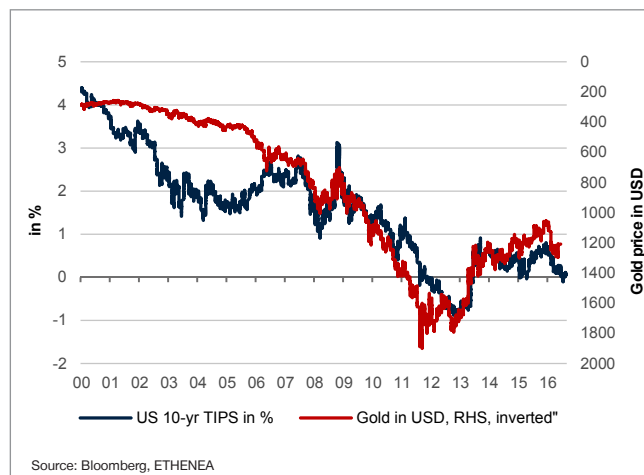
Hieruit valt op te maken dat noch inflatie, noch stijgende aandelen de goudprijzen lijken te beïnvloeden. Is het uiteindelijk misschien toch gewoon het evenwicht tussen vraag en aanbod?

Grafiek 7 wijst op nog een andere mogelijkheid. De veranderingen in de goudprijs lijken samen te hangen met de reële rendementen van de 10-jarige Amerikaanse Treasury Inflation Protected Securities (TIPS). Een correlatiecoëfficiënt van -0,89 wijst op een grote lineaire samenhang. Ook grafiek 8 geeft weer dat een lage reële rente leidt tot een hoge goudprijs, of omgekeerd. Maar ook hier is niet meteen duidelijk welke *de verklarende* variabele en welke *de te verklaren* variabele is. In het kader van deze publicatie kan hier echter geen sluitende verklaring voor worden gegeven. We kunnen wel stellen dat zowel de lage TIPS-rente als de hoge goudprijs waarschijnlijk

» Een verhoogde mate van onzekerheid en angst leidt tot hogere goudprijzen en lagere reële rentes. «

twee verschillende gevolgen van dezelfde oorzaak zijn. Een verhoogde mate van onzekerheid en angst leidt tot hogere goudprijzen en lagere reële rentes. Laatstgenoemde zijn voor beleggers immers enkel in dezelfde mate aanvaardbaar als de toekomstige ontwikkeling van de inflatie onzeker is. In dit geval betekent dat bijvoorbeeld dat het monetair beleid niet meer werkt of de geldwaarde onstabiel wordt.

Daarmee kunnen we nu misschien eindelijk de vraag beantwoorden waarom goud zo duur is. Goud was en is nog steeds een (gangbare) mogelijkheid om vermogen van het ene mone-



Grafiek 8: Goudprijs (geïnvverteerd) en rendement van de Amerikaanse Treasury Inflation Protected Securities (TIPS)

taire stelsel naar het andere over te brengen.¹⁰ Goud valt goed te verbergen, beter dan de meeste andere zogenaamde *reële* waarden zoals onroerend goed en grond. Omdat in tijden van monetaire hervormingen en hyperinflatie vaak een zogenaamd verbod op goudbezit wordt opgelegd, lijkt het voor particulieren niet echt zinvol om hun goud bij de bank te deponeren.

Voor beleggers zoals wij vervult goud in deze tijden¹¹ echter niet zozeer de functie van appeltje voor de dorst. De geringe correlatie tussen de goudprijs enerzijds en schommelingen in de aandelenkoersen en veranderingen van de nominale rente anderzijds maken goud tot een gewilde portefeuilletevoeging, omdat hiermee het potentiële diversificatie-effect wordt geoptimaliseerd. In het verleden, toen liquide middelen nog rente opleverden, was dit aspect niet overtuigend genoeg voor ons. Nu voor liquide middelen echter een strafrente geldt, zijn de kosten om goud in de vorm van ETF's of ETC's aan te houden nagenoeg gelijk.

Om deze reden heeft het Portfolio Management Team van ETHENEA na grondig beraad besloten goud toe te voegen aan Ethna-AKTIV.

Auteurs >>

Guido Barthels

Portfolio Manager
ETHENEA Independent
Investors S.A.

Yves Longchamp, CFA

Head of Research
ETHENEA Independent
Investors (Schweiz) AG

¹⁰ USD 1.000.000 in goud zou bij een koers van USD 1.200 per troy ounce (31,1034768 g) een gewicht van 25,9 kg hebben en als blok amper 11 cm bij 11 cm meten.

¹¹ Wij hebben al meerdere malen de vraag gesteld hoeveel verder de schuldenlast van landen nog kan oplopen en in hoeverre het monetair beleid van de centrale banken nog verruimd kan worden.

Macro-economische vooruitzichten >>

De zomer loopt langzaam op zijn einde. Het vakantieseizoen is voorbij, de boeken die onze powernaps op het strand vergezelden staan weer op hun fysieke of virtuele planken. Het is tijd om aan het laatste hoofdstuk van dit jaar te beginnen. Om de overgang naar het laatste kwartaal voor u zo soepel mogelijk te laten verlopen, hebben we onze visie op de wereldeconomie in deze Marktcommentaar samengevat. We zullen ingaan op de raadselachtige Fed en de ontwikkelingen in de conjunctuurscli van de belangrijkste regio's.

De raadselachtige Fed

Het is weer zover. In haar toespraak op de bijeenkomst van de centrale bank in Jackson Hole liet Janet Yellen doorschijnen dat een renteverhoging tijdens de eerstvolgende Fed-vergadering

”Zijn marktdeelnemers slecht in het voorspellen van renteverhogingen of zijn het de uitlatingen van de Fed die te wensen over laten?”

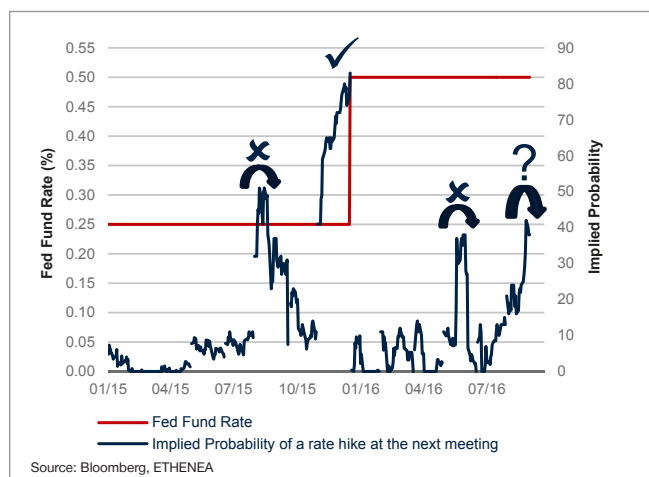
ring in september weer tot de mogelijkheden behoort. Dit is de vierde keer dat ze toezegt het leven te zullen schenken aan een renteverhoging na twee miskramen en één bevalling in december 2015. Grafiek 9 geeft de impliciete waarschijnlijkheid van een renteverhoging tijdens de eerstvolgende Fed-vergadering (in het blauw) en de feitelijke beleidsrente van de Fed (in het rood) weer. Op het moment dat dit artikel wordt geschreven

is de waarschijnlijkheid van een renteverhoging tijdens de volgende vergadering op 21 september iets kleiner dan 40 %, vergelijkbaar met wat de markt verwachtte vóór de grote teleurstellingen.

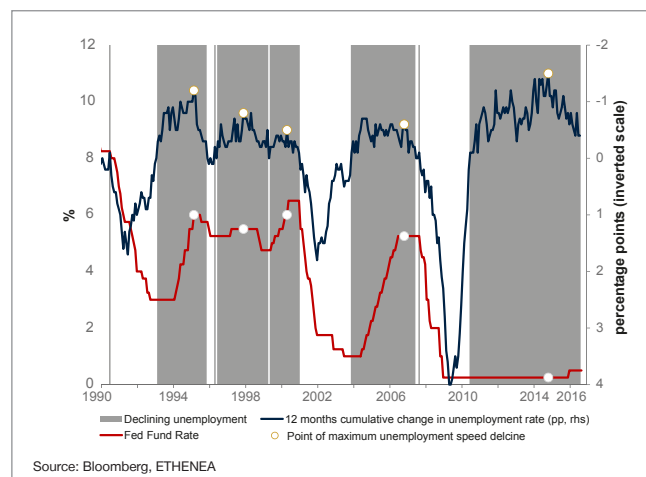
Zijn marktdeelnemers slecht in het voorspellen van renteverhogingen of zijn het de uitlatingen van de Fed – ook wel *forward guidance* genoemd – die te wensen over laten? Hoewel deze retorische vraag beslist een kern van waarheid bevat, is het probleem vooral dat de ruim 19.000 Fed-werknemers¹² gewoonweg niet weten wat ze moeten doen.

Is het tijd dat de Fed de rente voor een tweede keer in deze cyclus verhoogt? Het eerlijke antwoord van Janet Yellen moet zoets zijn als *ja* voor een nieuwe verhoging en *nee* voor een tweede. *Ja* wat een nieuwe verhoging betreft, omdat de huidige omstandigheden al jarenlang standhouden. Grafiek 10 geeft de stabiele relatie weer tussen de arbeidsmarktdynamiek en de beleidsrente van de Fed over de laatste 25 jaar. De perioden van dalende werkloosheidspercentages zijn grijs gemarkeerd. Behalve voor de huidige rentecyclus, begon de Fed de rente telkens te verhogen in de twaalf maanden na een werkloosheidsdaling. Het is duidelijk dat de Fed voor de huidige cyclus aan de late kant is met verhogen, maar het is ook zo dat deze cyclus anders was. Het licht staat echter nog altijd op groen voor een nieuwe verhoging.

Daarentegen het antwoord *nee* wat een tweede verhoging betreft omdat de daling van het werkloosheidspercentage al over haar hoogtepunt heen is. In het verleden stopte de Fed

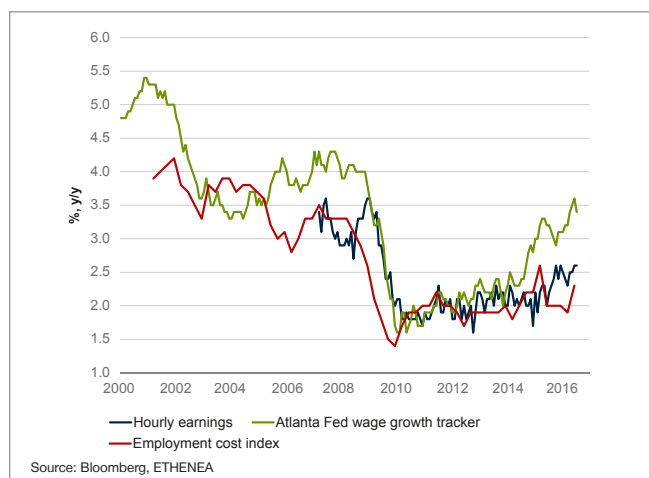


Grafiek 9: Fed Fund rate: verwachtingscyclus



Grafiek 10: De Fed Fund Rate-cyclus ten opzichte van de arbeidsmarktcyclus

¹² Bron: <http://www.federalreserve.gov/publications/annual-report/files/2015-annual-report.pdf>, p.398



Grafiek 11: Loonontwikkeling in de VS

met verhogen toen het tempo waarin de werkloosheid daalde (in het blauw) zijn hoogtepunt bereikte (weergegeven door de witte stippen). Het tempo van de daling wordt gemeten door de cumulatieve wijziging van werkloosheidspercentages over een periode van twaalf maanden. Volgens deze maatstaf is het nu al te laat voor een tweede verhoging omdat de geschiedenis ons leert dat de renteverlaging al had moeten plaatsvinden. De eerste renteverlaging vindt immers doorgaans plaats in de 12 maanden die volgen op het laagste werkloosheidsniveau. De Fed zit dus tussen twee vuren, waarbij haar besluiteloosheid tot uiting komt in onsamenhangende toespraken, die een onnodige volatiliteit in de verwachtingen van beleggers teweegbrengt, zoals te zien is in de grafiek 9.

Het is alweer zover. Is het tijd dat de Fed de rente tijdens deze cyclus een tweede keer verhoogt? Zeker, omdat de VS, en in bredere zin de wereldeconomie, profiteert van een positief klimaat. Maar vraag ons niet wanneer dit gaat gebeuren, als het al gebeurt.

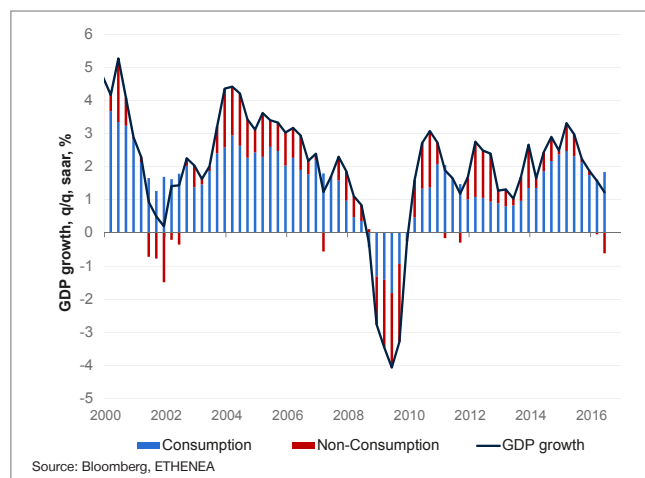
De Amerikaanse conjunctuercyclus

Het afnemende tempo waarmee de werkloosheid daalt strookt met ons scenario dat de Amerikaanse conjunctuercyclus een late fase is ingegaan die we definiëren als een periode van vertragende groei en oplopende inflatie. Enkele cijfers om dit te illustreren: de bbp-groei vlakke af van 3,6 % (kwartaal-op-kwartaal, seizoensgecorrigeerd) in het tweede kwartaal van 2015 tot 1,1 % in het tweede kwartaal van 2016 en de banengroei, gemeten aan de hand van werkgelegenheidscijfers,

» Hierdoor neemt de kostenbasis toe, met inflatie als gevolg. «

exclusief landbouw, liep terug van gemiddeld 250.000 per maand over het tweede kwartaal van 2015 tot 150.000 in het tweede kwartaal van 2016.

Een vergelijkbare analyse van het prijspeil over deze twee kwartalen levert het perfecte spiegelbeeld op. De kerninflatie

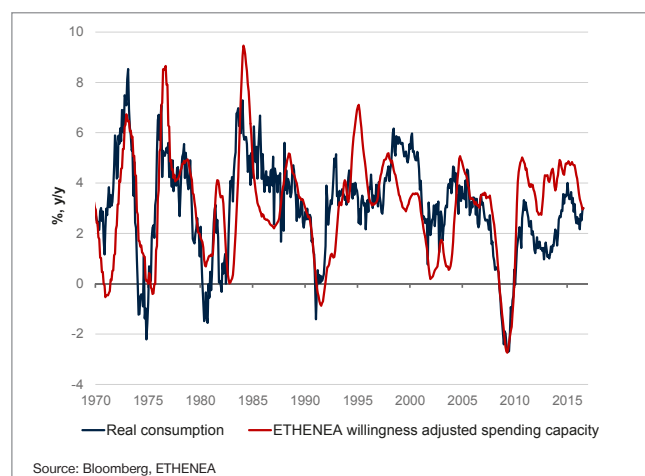


Grafiek 12: Groei in de VS: consumptie, consumptie, consumptie

steeg licht tot 1,6 % tegenover 1,4 % een jaar eerder en uurlo-
nen stegen met 2,6 % tegenover 2 % een jaar eerder. Grafiek 11
bevat drie loonstatistieken die grondig worden opgevolgd door
economen en de Fed en die wijzen op een geleidelijke stijging
van de looninflatie.

Vertragende groei en versnellende inflatie staan op het eerste
gezicht misschien met elkaar in tegenspraak, maar ze zijn wel
degelijk te rijmen met de economische theorie. In een late fase
van een cyclus is de werkloosheid laag en wordt het moeilijker
voor bedrijven om nieuwe werknemers aan te werven zonder
de lonen te verhogen. Hierdoor neemt de kostenbasis toe, met
inflatie als gevolg. In de VS zal de kerninflatie in de komende
kwartalen geleidelijk oplopen en zal de algemene inflatie snel-
ler stijgen nu het negatieve basiseffect door de sterke dollar en
de zwakke olieprijs wegeeft.

Als het gaat om groei blijft consumptie de voornaamste drijver
van de Amerikaanse cyclus. Om dit duidelijk te maken, ver-
deelt grafiek 12 de bbp-groei in twee componenten: consump-
tie en niet-consumptie (al het andere, d.w.z. investeringen,
overheidsuitgaven en netto-export). In het laatste kwartaal
was de groei uitsluitend afkomstig van consumptie terwijl de



Grafiek 13: Groei in de VS op een kritiek punt beland

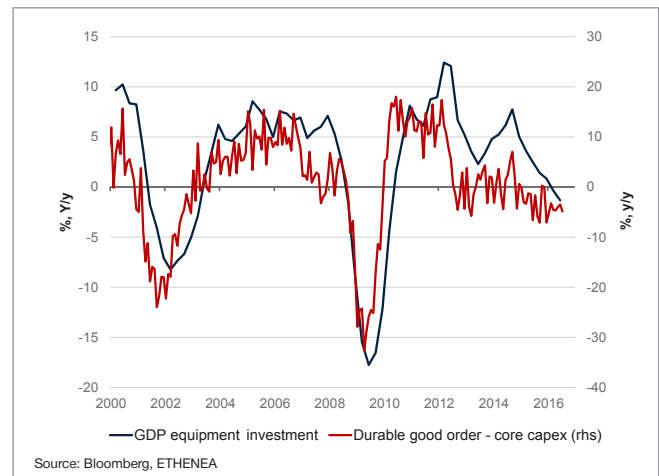


Grafiek 14: De cyclus van industriële productie heeft zich niet verzevenlijkt in de VS

niet-verbruiksgerelateerde component kromp, hetgeen een vrij ongebruikelijke situatie is.

De meest recente verbruiksindicatoren wijzen erop dat deze kerncomponent tegen een stootje kan. Het consumentenvertrouwen bevindt zich op een hoog niveau en de detailhandelsomzet is verder gestegen. Maandelijkse cijfers over huishoudelijke bestedingen, die worden gebruikt om het bbp te schatten, zijn daarnaast positief, wat erop wijst dat de bbp-groei in het derde kwartaal naar verwachting zal aantrekken. Op basis van ons econometrisch model verwachten we dat het bbp met 3,6 % zal toenemen. Onze aan de koopbereidheid aangepaste ETHENEA-koopkrachtindicator, die rekening houdt met diverse aspecten van de consumptiefunctie, zoals lonen, consumentenvertrouwen, arbeidsmarktdynamiek en kredietverlening aan consumenten, wijst echter op een enigszins afvallende maar nog altijd forse groei van de consumptie.

Investerings in uitrusting zijn de grote afwezige in deze cyclus. Ze hebben zich nooit helemaal hersteld aangezien de industriële productie zwak bleef na de wereldwijde financiële crisis en de dalende olieprijs een rem zette op de kapi-



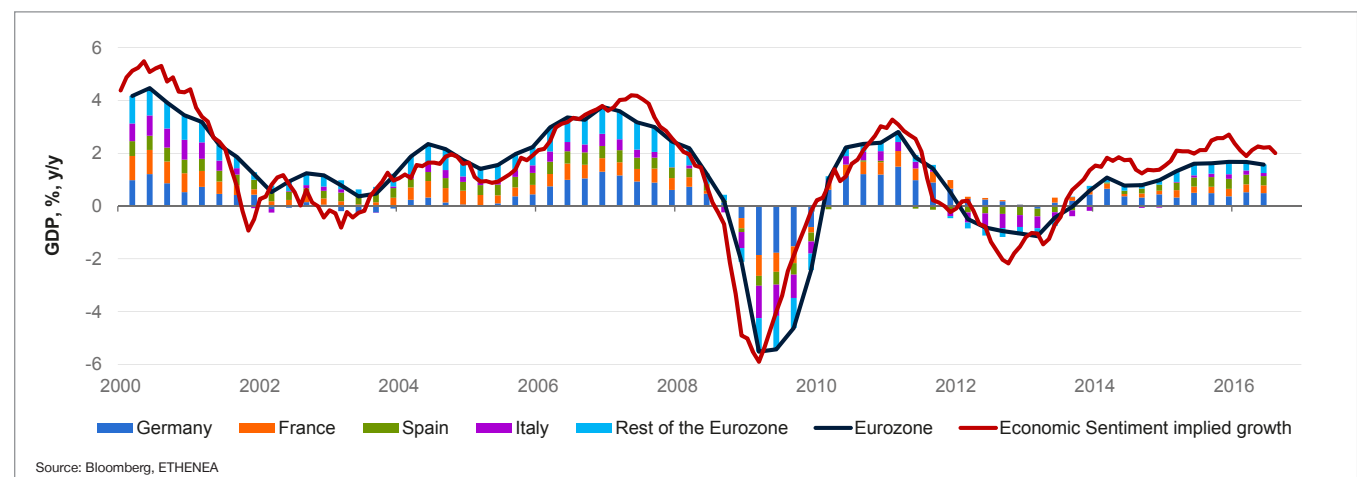
Grafiek 15: Geen heropleving in de investeringen in zicht

taalinvesteringen in de schalie-oliesector. De meest recente industriële indices wezen weliswaar op een minicyclus in de VS, maar deze is helaas niet tot uiting gekomen in de huidige reële gegevens. De Amerikaanse industriële productie en de wereldhandel zijn gelijk gebleven en aan het herstel van de ISM-index kwam in augustus een abrupt einde (grafiek 14). Orders voor duurzame goederen, gecorrigeerd voor de meest volatiele componenten, blijven krimpen (grafiek 15), hetgeen

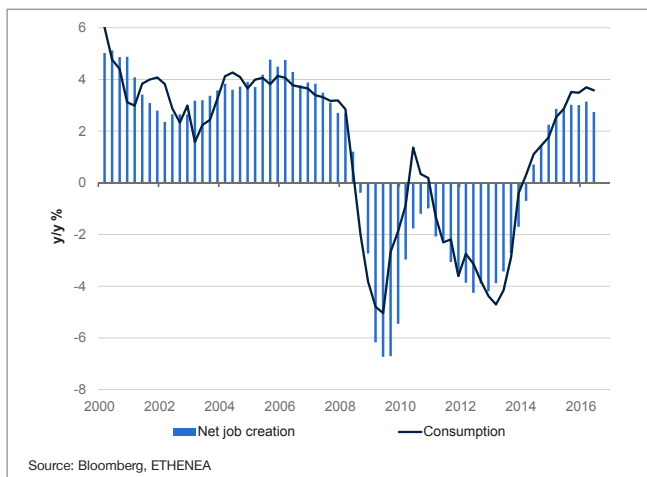
» De banengroei lijkt intussen wat af te vlakken, een ontwikkeling die de consumptie uiteindelijk zal beperken. «

erop wijst dat investeringen voorlopig niet zullen aantrekken. Het begin van een nieuwe investeringscyclus zou zeer welkom zijn, aangezien dit erop zou wijzen dat het vertrouwen in de toekomst terug is.

De Amerikaanse conjunctuercyclus is in een late fase beland waar de groei langzaam vertraagt en de inflatie licht stijgt, hoewel de consumptie, de pijler waarop het Amerikaanse herstel



Grafiek 16: Gematigde groeivoorzichten in de eurozone



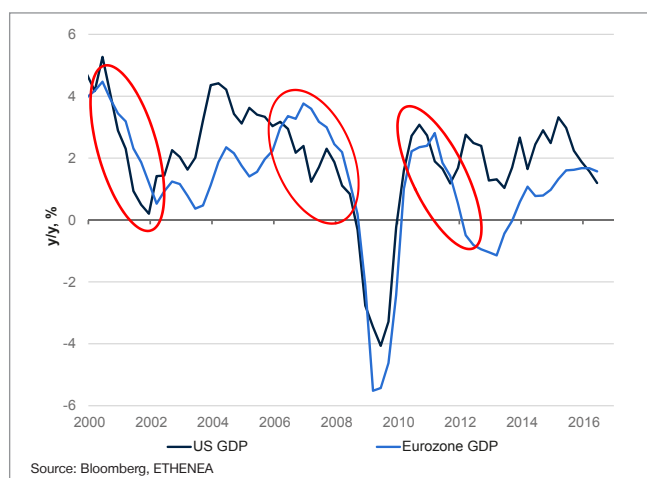
Grafiek 17: Arbeid en consumptie

rust, in het derde kwartaal naar verwachting uiterst krachtig zal zijn. Investerings staan op een laag pitje en een minicyclus binnen de industriële productie is uitgebleven.

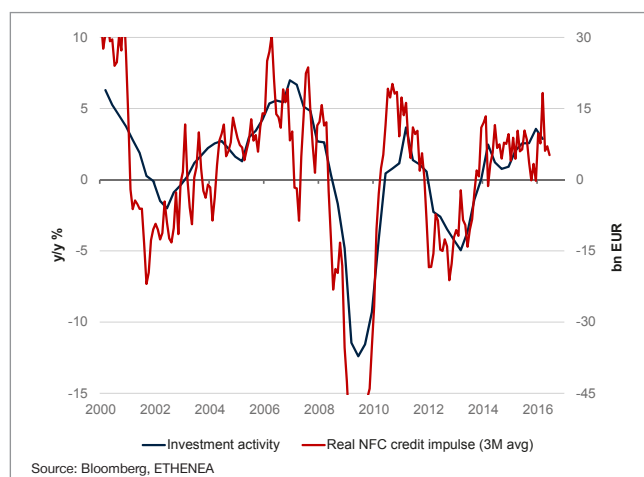
De conjunctuercyclus in de eurozone

De eurozone heeft in de afgelopen kwartalen een robuuste groei gekend (ongeveer 1,6 %-1,7 % jaar-op-jaar). De sentimentsindex van de Europese Commissie (grafiek 16) wijst op verdere groei, zij het in een iets lager tempo. Uit de analyse van de vier grote economieën in de eurozone – Duitsland, Frankrijk, Italië en Spanje, samen goed voor 76 % van het bbp in de eurozone – blijkt dat in Spanje en Italië de groei piekte, terwijl deze in Duitsland en Frankrijk stabiel bleef.

De arbeidsmarkt in de eurozone was de afgelopen drie jaar dynamisch, hoewel één op tien nog altijd werkloos is. De werkloosheid is over een periode van drie jaar met twee



Grafiek 19: De Amerikaanse economie trekt deze van de eurozone met zich mee, zowel naar boven als naar beneden



Grafiek 18: Een kwetsbare kredietcyclus ondersteunt investeringen

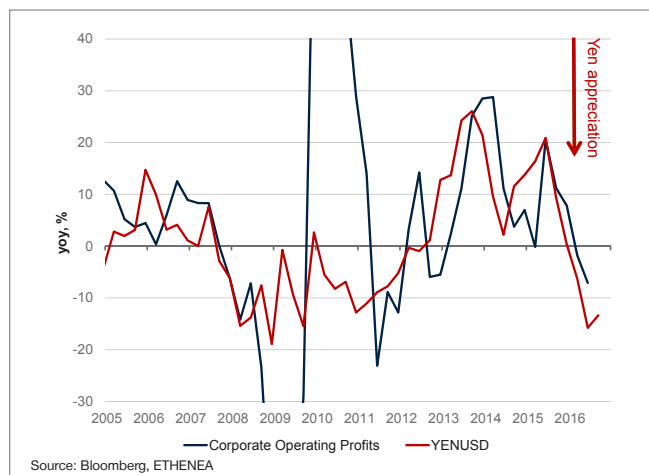
procentpunten teruggelopen. Het aantal nieuwe banen steeg in de afgelopen 18 maanden j-o-j met 3 % (grafiek 17), wat leidde tot een herstel van de consumptie. De banengroei lijkt intussen wat af te vlakken, een ontwikkeling die de consumptie uiteindelijk zal beperken.

De kredietverlening aan niet-financiële ondernemingen is nog altijd bevorderlijk voor investeringen in kapitaalgoederen (grafiek 18), hoewel deze laatste bescheiden blijven. Vanuit dat gezichtspunt is het soepele monetair beleid van de ECB, bestaande uit negatieve rentetarieven en een grootschalig programma voor de opkoop van activa, waaronder kredietinstrumenten, afdoende. Net als in de VS wijzen de meest recente indicatoren op matige groei. Deze conclusie wordt ondersteund door een vergelijkende analyse van de conjunctuercycli in de VS en de eurozone (grafiek 19). De Amerikaanse economie wordt terecht aangeduid als de drijver van de wereldeconomie die de rest van de wereld op sleeptouw neemt, zowel bij hoog- als bij laagconjunctuur. Dit jaar is de Amerikaanse groei afgevlakt en deze is momenteel trager dan in de eurozone. Sinds 2000 heeft deze situatie zich driemaal voorgedaan (rode cirkels) en telkens leidde dit vervolgens tot een groeivertraging in Europa.

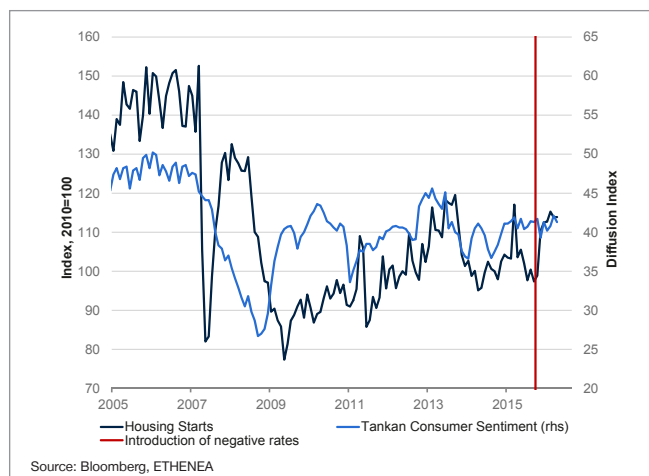
Gezien deze omstandigheden zal de ECB naar verwachting niet veel ondernemen tijdens de eerstvolgende bijeenkomst op 8 september. De impact van de Brexit-schok bleef zeer licht voor de economie in de eurozone en voorlopende indicatoren wijzen nog altijd op bescheiden groei. De inflatie blijft daarnaast ongemakkelijk laag voor de ECB: in juli bedroeg de algemene inflatie 0,2 % en de kerninflatie 0,9 %. Het besluit om het Europese QE-programma na maart 2017 te verlengen of af te bouwen zal waarschijnlijk worden uitgesteld tot de bijeenkomst in december, aangezien het momenteel niet dringend is om op te treden.

De Japanse conjunctuurencyclus

In het tweede kwartaal van 2016 maakte de Japanse economie geen enkele voortgang. Ondanks het feit dat een aantal statistische artefacten de groei nadelig hebben beïnvloed, bevestigden ook andere indicatoren de zwakke activiteit in het tweede kwartaal. Niettegenstaande de verdere verkrapping op de ar-



Grafiek 20: Japanse bedrijven lijden onder de sterke yen



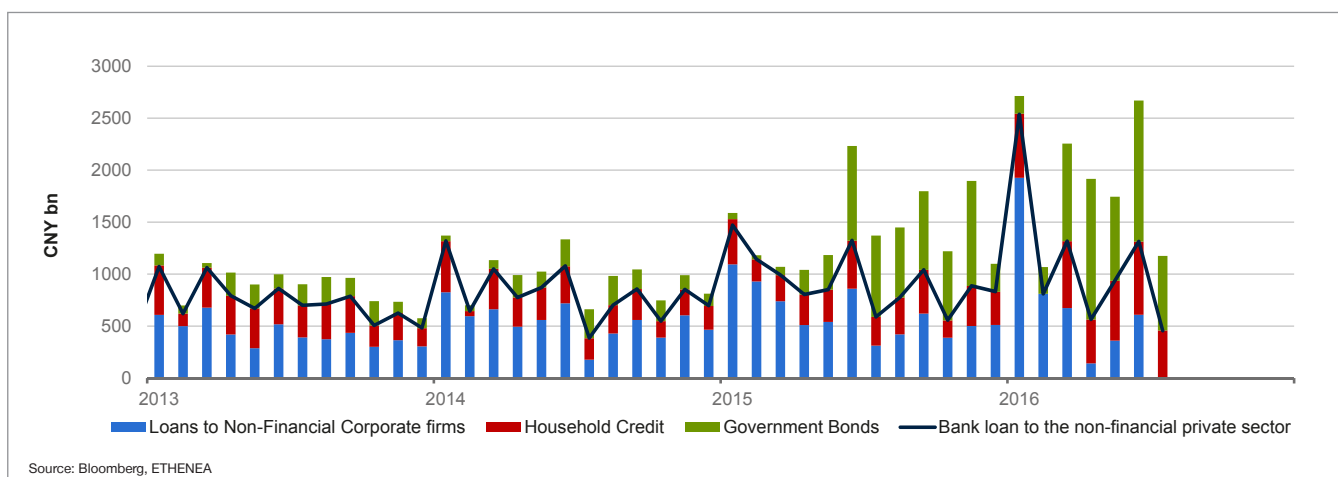
Grafiek 21: NIRP - een Niet Inflatie Realiserende Politiek

beidsmarkt en een lichte loonstijging, bleven consumenten de kat uit de boom kijken. Daarnaast zijn steeds meer bedrijven niet bereid om te investeren aangezien hun winst lijdt onder de stijging van de yen (grafiek 20). De buitenlandse vraag is dan ook de enige drijver voor een nieuwe conjunctuurencyclus. De wereldwijde activiteit blijft echter bescheiden en de industriële productie maar ook de export zullen volgens een *jojo-beweging* blijven fluctueren¹³.

De inflatie vertraagde in het tweede kwartaal fors. De Japanse centrale bank kan dit niet negeren. In plaats van het toch al erg soepele monetair beleid verder uit te breiden, kondigde de Japanse centrale bank aan het huidige monetair beleid in september tegen het licht te zullen houden. Het negatieve rentebeleid (negative interest rates policy, NIRP) tastte de spaarzin van de Japanners echter niet aan. Ze zijn spaarders gebleven, de consumptie bleef op een laag pitje draaien en zelfs negatieve rentetarieven hebben geen wonderen gedaan voor de wisselkoers. NIRP heeft bovendien geen gevolgen gehad voor de inflatie sinds de invoering ervan. De Japanse centrale bank beweert echter herhaaldelijk dat dit beleid heeft gezorgd voor een opleving van de markt voor nieuwbouwwoningen (grafiek 21). Wat het opkopen van activa betreft, hield de centrale bank zich meer op de vlakte. We verwachten dat na de evaluatie van september negatieve rente de voorkeur zal krijgen op activa-opkopen als monetair instrument. Aangezien er in de Japanse economie echter een gebrek is aan groeidrijvers, zal de conjunctuurencyclus waarschijnlijk weinig inspirerend blijven.

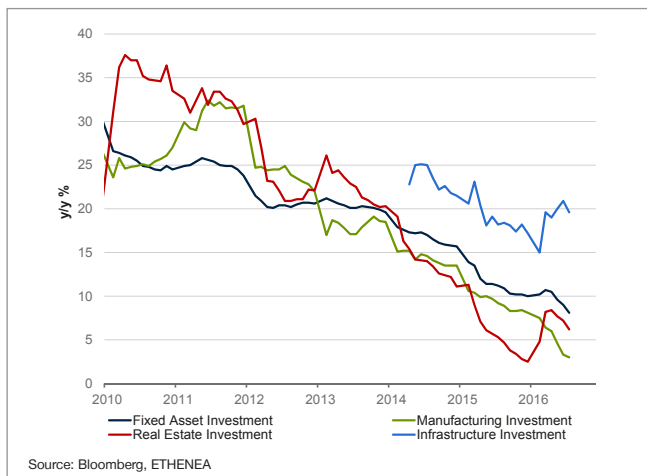
De Chinese conjunctuurencyclus

De economische groei in China bleek in het tweede kwartaal veerkrachtig met 6,7 % j-o-j, hetgeen de marktverwachtingen overtrof. De groeidrijvers waren nog altijd de vastgoedmarkt en sterke kredietverlening aan huishoudens. De uitgifte van lokale overheidsobligaties, die vrijwel evenveel opleverden als bankleningen, bracht de kredietfinanciering in het tweede kwartaal tot boven het niveau van het eerste kwartaal, zoals wordt geïllustreerd in grafiek 22, die de huidige kredietgroei op maandbasis weergeeft. De investeringen in infrastructuur



Grafiek 22: Kredietgroei in China

¹³ Bron: <http://www.meti.go.jp/english/statistics/tyo/iip/index.html>



Grafiek 23: Dalende trend bij investeringen in China

versnelden na deze toename weliswaar, maar de totale investeringen in vaste activa vertraagden in het tweede kwartaal. Dit kwam door de gelijktijdige groeivertraging van vastgoedinvesteringen (grafiek 23) en woningprijzen. De vertraging van investeringen in nieuwbouw geeft aan dat de vastgoedcyclus

» De vertraging van investeringen in nieuwbouw geeft aan dat de vastgoedcyclus in het tweede kwartaal zijn hoogtepunt heeft bereikt. «

in het tweede kwartaal zijn hoogtepunt heeft bereikt. Omzet en prijzen zullen in de tweede helft van het jaar verder dalen naarmate lokale overheden de regelgeving zullen aanscherpen om de oververhitte markt af te koelen.

Behalve robuuste kredietgroei verraste ook de industriële activiteit in positieve zin. Dit werd in de hand gewerkt door een herstel van de grondstoffenprijzen. Dit herstel zou echter van korte duur kunnen zijn aangezien de wereldwijde vraag niet verbeterd is en het afbouwen van de overcapaciteit nog niet begonnen is.

Stabiele groei in het tweede kwartaal en een stabilisering van de deviezenuitstroom ondanks een gestage verslechtering van de wisselkoers bood de regering een uitgelezen kans om zich te richten op hervormingen in plaats van op stimuleringsmaatregelen. Het tweede kwartaal werd gekenmerkt door de aankondiging van regelgeving voor de financiële sector en het accent op hervormingen. De hervormingen aan de aanbodzijde die het afbouwen van overcapaciteit beogen, zouden de industriële productie verlagen. Daarnaast zouden ze ook leiden tot gedwongen ontslagen en daardoor tevens

de consumptie nadelig beïnvloeden. Lokale overheden staan voorlopig dus niet te popelen om de daad bij het woord te voegen. Ook een verlaging van het hefboomeffect staat vooralsnog niet op de agenda: het nationale volkscongres bepaalde de doelstelling voor de jaarlijkse kredietgroei op 13 %, tweemaal zoveel als het beoogde bbp.

Hoewel het tweede kwartaal een adempauze bood na de dalende groeitrend sinds de wereldwijde financiële crisis, dreigt de ommekeer in de vastgoedcyclus een verdere vertraging in gang te zetten in de tweede helft van 2016. De regering zal zich opnieuw richten op groeibevorderende maatregelen, waarschijnlijk door extra investeringen in infrastructuur, maar ook meer kredietverlening, om haar jaarlijkse groei-doelstelling te halen. Dit zal de hefboomsituatie verder verslechteren en de instabiliteit van het financiële systeem in China in de hand werken. Hoewel de markt recentelijk weinig oog leek te hebben voor China, zijn we nog altijd van mening dat de onevenwichtige economie een aanzienlijk risico vormt voor ons scenario.

Epiloog

De economische activiteit is gedurende de zomer geleidelijk toegenomen na de Brexit-schok. In de vier economieën die we hebben geanalyseerd, zijn de tekenen die wijzen op een vertraging echter volop aanwezig. Desalniettemin is geen daarvan ernstig genoeg en zijn de waargenomen neerwaartse risico's afgenomen dankzij het ontbreken van tragische nieuwsberichten aan het economische en financiële front.

De combinatie van positief economisch nieuws, voortdurende liquiditeitsinjecties, belachelijk lage rentevoeten en de grote waakzaamheid van de centrale banken legde de basis voor een aandelenrally en, nog verrassender, voor de aanhoudend lage rente op staatsobligaties. De vraag in hoeverre QE leidt tot prijsverstoringen valt buiten het bestek van deze Marktcommentaar, geïnteresseerde lezers kunnen onze inzichten daaromtrent terugvinden in onze laatste [APROPOS](#).

Auteur >>

Yves Longchamp, CFA

Head of Research

ETHENEA Independent Investors (Schweiz) AG

* Opmerking: Voor de getallen in de grafieken is de Engelse schrijfwijze gebruikt.



ETHENEA
managing the Ethna Funds

Auteurs >>

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): Matthias Brachtel, 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 +352 276 921-0 · Fax +352 276 921-1099
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, 31.08.2016.