



MARKTCOMMENTAAR



Veel rook, weinig vuur

De Amerikaanse politiek wordt gekenmerkt door superlatieven, en in hogere mate, door onzekerheden, tot groot genoegen van de satirici. De kapitaalmarkten kunnen echter niet anders dan de voortdurende stroom van aankondigingen door de 45e Amerikaanse president proberen in te schatten. Welke beleidskoers gaat de Amerikaanse regering volgen?



Inhoud >>

Editie gepubliceerd op 30 april 2017

>> [Veel rook, weinig vuur](#)

>> [Macro-economische vooruitzichten](#)



Veel rook, weinig vuur

De Amerikaanse politiek wordt gekenmerkt door superlatieven, en in hogere mate, door onzekerheden, tot groot genoegen van de satirici. De kapitaalmarkten kunnen echter niet anders dan de voortdurende stroom van aankondigingen door de 45e Amerikaanse president proberen in te schatten. Welke beleidskoers gaat de Amerikaanse regering volgen?

Wat hebben Cheech en Chong¹ en Donald Trump met elkaar gemeen? Veel rook en weinig vuur. Terwijl het bij de eerstgenoemden een cultfilm betreft uit de jaren '70 met de acteurs Cheech Marin en Tommy Chong in de hoofdrollen, gaat het bij Donald Trump vooral om de aanvankelijk zeer hoogdravende verkiezingsbeloftes, waarvan er in de eerste 100 dagen van zijn ambtstermijn niet veel zijn waargemaakt. Afgezien daarvan bezit de 45e president een enorme entertainmentwaarde en verschaft hij satirici en andere tijdgenoten een overvloed aan werkmateriaal. Denk maar aan het verhaal van de vloot vliegdekschepen die naar verluidt als afschrikmiddel naar Noord-Korea werd gestuurd, en vervolgens dagen later voor de kust van Australië werd gesignaleerd. Dat de Noord-Koreaanse leider Kim Jong-un als tegenmaatregel een raket lanceerde die al na een paar meter explodeerde, maakt het verhaal alleen maar vermakelijker, als je tenminste van macabere verhalen houdt. In elk geval zijn dit gebeurtenissen die men zich nauwelijks kan voorstellen, en toch zijn ze realiteit.

Zijn ze net zo reëel als de kapitaalmarkten? De deelnemers op de kapitaalmarkt moeten namelijk met deze deels surrealistische informatie leren omgaan en deze verwerken. Zo was er bijvoorbeeld de hervorming van de gezondheidszorg, die Trump heeft aangekondigd maar niet kan doorzetten, ondanks

de Republikeinse meerderheid in beide huizen van het Congres. Of de recent met veel tamtam aangekondigde belastinghervorming, die blijkbaar weinig om het lijf heeft, met name wat betreft de financiering. De markt moet hiermee leren omgaan en de instrumenten opnieuw evalueren, ook al gaat het om initiatieven die weinig kans op succes lijken te hebben.

De nieuwste plannen van de Amerikaanse president om de grote banken weer op te splitsen in zakenbanken en commerciële banken, oftewel om de al sinds 1999 buiten werking gestelde Glass-Steagall Act weer nieuw leven in te blazen, zullen op Wall Street niet unaniem positief worden onthaald. Ook zullen zijn kiezers en partijleden waarschijnlijk weinig gecharmeerd zijn van het voorstel om de belasting op benzine te verhogen

“Alle scenario's worden immers op hun waarschijnlijkheid beoordeeld en hebben invloed op de prijzen van de kapitaalmarktproducten.”

ter financiering van de vele honderden miljoenen kostende infrastructuurprojecten. Vooral de Trump-stemmers, die voor een groot deel afkomstig zijn uit sociaal achtergestelde milieus

¹ Cheech en Chong zijn een komisch acteursduo, dat bestaat uit Cheech Marin en Tommy Chong, die in de jaren 70 en 80 hoofdrolspelers in een filmserie waren. In 1978 verscheen de film *Up in Smoke*, met het duo in de hoofdrol. Bron: https://nl.wikipedia.org/wiki/Cheech_%26_Chong

en de plattelandsgebieden, zullen deze maatregel waarschijnlijk niet zien zitten, aangezien zij de grootste lasten ervan zouden moeten dragen.

De kapitaalmarkt ontkomt er echter niet aan zich over deze plannen te buigen, want alle scenario's worden immers op hun waarschijnlijkheid beoordeeld en hebben invloed op de prijzen van de kapitaalmarktproducten. Een verhoging van de belasting op benzine zou bijvoorbeeld een inflatieverhogend effect hebben, ook al heeft zij in eerste instantie slechts een

“De Amerikaanse economie sukkelt een beetje voort.”

eenmalig basiseffect op de prijzen. Een golf van investeringen in infrastructuurprojecten zou dan ook tot een opleving van de Trumpflation kunnen leiden.

Tot nu toe gaat het slechts om een reeks mogelijke scenario's. Wat we op dit moment zeker weten, is dat de Amerikaanse economie een beetje voortsukkelt. Het groeitempo van 0,175 % op kwartaalbasis in het eerste kwartaal kan in het beste geval schamel worden genoemd. Het gepubliceerde cijfer bedroeg feitelijk 0,7 %, waarbij moet worden opgemerkt dat dit een groeicijfer op jaarbasis betreft, wat soms wordt vergeten. Ter vergelijking: Voor de eurozone bedraagt de door economen verwachte groei voor het eerste kwartaal 0,4 %, wat ruim twee keer zo hoog is. Dat de groei in de VS zo zwak uitviel, was te wijten aan de tegenvallende consumptiecomponent. De fysieke voorraden, een component die in het verleden vaak aanzienlijk werd bijgesteld – ook meermaals naar beneden – zijn flink gestegen.

“We moeten dus beslist rekening houden met de mogelijkheid dat we in een situatie terechtkomen waarin de Fed de rente verhoogt terwijl de economische groei zwak is of zelfs terugloopt.”

We moeten dus beslist rekening houden met de mogelijkheid dat we in een situatie terechtkomen waarin de Fed de rente verhoogt terwijl de economische groei zwak is of zelfs terugloopt. Dit is slechts één mogelijkheid, maar zij heeft een even hoog waarschijnlijkheidsgehalte als vele andere plannen van Donald

Trump. Dit scenario zou natuurlijk tot gevolg hebben dat de interestvoeten in de VS duidelijk onder druk komen te staan. Worden de voorstellen van Trump echter aangenomen, dan zal dit precies het tegenovergestelde effect op de rentes hebben.

De politieke risico's, die Europese beleggingen onaantrekkelijk hebben gemaakt voor niet-Europeanen, zijn intussen afgenomen. Op het moment van schrijven van dit commentaar lijkt het een uitgemaakte zaak dat Emmanuel Macron de volgende president van Frankrijk wordt, terwijl de AfD in Duitsland door interne strubbelingen eveneens in de vergetelheid zou kunnen raken, net als met de Piratenpartij al is gebeurd. Naarmate de politieke risico's wegebben, neemt de kracht van het economisch herstel in de eurozone toe. Yves Longchamp, onze Head of Research, zal dit op de volgende pagina's nader toelichten.

Vanuit dit oogpunt lijkt het tijdstip van aanzienlijke waarde-ringsaanpassingen op de markten dichterbij te komen: De spread tussen Duitse bunds en Amerikaanse treasuries is duidelijk te groot en zal naar verwachting kleiner worden. Wij verwachten dat de waarderingsvoorsprong van de Amerikaanse op de Europese aandelenmarkt op zijn minst zal afnemen. De euro zal in vergelijking met andere valuta's naar verwachting sterker worden. Het is misschien nog wat te vroeg om ons al duidelijk te positioneren in deze richtingen, maar het moment lijkt nabij.

Om deze reden lijkt het ons nog steeds raadzaam om een voorzichtige en rustige houding aan te nemen op de markt. Tot die tijd proberen we de rooksignalen van de politiek, de centrale banken en economische statistici te blijven interpreteren en ondanks de rook, die de zichtbaarheid beperkt, weloverwogen te handelen.

Wat betreft de grillige pogingen van Donald Trump om politiek te bedrijven, blijven we vertrouwen op het stabiele Amerikaanse democratische systeem met zijn checks and balances.

Ook de Amerikaanse media lijken zich te hebben verzoend met de president van het nep-nieuws en de alternatieve feiten en zij bekijken de situatie nu vooral van de satirische kant. Misschien is dit ook wel de juiste manier om met de onzekere toekomst om te gaan.

Auteurs >>

Guido Barthels

Portfolio Manager
ETHENEA Independent
Investors S.A.

Yves Longchamp, CFA

Head of Research
ETHENEA Independent
Investors (Schweiz) AG

Macro-economische vooruitzichten >>

Macro-economische vooruitzichten - De economie van de eurozone in detail

Na 100 dagen presidentschap van Trump, de officiële start van het Brexit-proces, verkiezingen in Nederland en de Franse presidentsverkiezingen, is de meeste politieke onzekerheid verdwenen. Hieronder zal nader worden ingegaan op de huidige stand van de economie van de eurozone. Wat zeggen de cijfers over de fundamentals en de economische cyclus? Is de eurozone nog even kwetsbaar als voorheen of zijn er tekenen van vooruitgang? Zijn de groei- en inflatievooruitzichten gunstig? Wat zijn de gevolgen voor het monetaire beleid?

Fundamentals

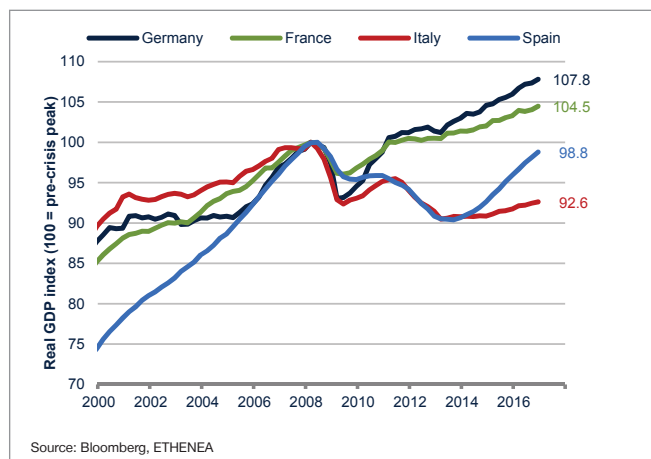
Duitsland en Frankrijk hebben zich volledig hersteld van zowel de wereldwijde financiële crisis als de eurocrisis, zoals blijkt uit grafiek 1. Het huidige bbp van deze twee landen ligt op een hoger niveau dan tien jaar geleden. Wanneer we naar de periferie kijken, zien we dat het bbp in Spanje snel gegroeid is en waarschijnlijk dit jaar het niveau van voor de crisis zal bereiken, in tegenstelling tot Italië, waar het bbp na de twee crises nauwelijks is hersteld. De verschillende groeitrajecten die de grote vier in de nasleep van de twee crises hebben doorgemaakt, weerspiegelen de verschillen in concurrentievermogen. De arbeidskosten per eenheid product vormt een maatstaf voor het concurrentievermogen waarin arbeidsproductiviteit en arbeidskosten worden gecombineerd. Een toename van de arbeidskosten per eenheid product betekent dat de lonen sneller groeien dan de productiviteit, wat leidt tot een verslechtering van het concurrentievermogen en vice versa.

Het concurrentievermogen binnen de eurozone liep tussen 2000 en de wereldwijde financiële crisis in 2008 sterk uiteen en is sindsdien slechts gedeeltelijk geconvergeerd (Grafiek 2). Gedurende deze periode is het concurrentievermogen in Duitsland met 10% verbeterd, terwijl het in Frankrijk met 10% verslechterde en in Italië en Spanje met 20%. Ten tijde van de wereldwijde financiële crisis was er een groot verschil in concurrentiekracht van circa 30 procentpunten (pp) tussen Duitsland en deze twee landen uit de periferie, wat genadeloos wijst op de fundamentele en onhoudbare heterogeniteit in de muntunie. Deze onevenwichtigheid is een van de redenen voor de eurocrisis en de fragmentatie van de markt voor staatsobligaties. Volgens de meest recente gegevens is het concurrentievermogen homogener geworden, aangezien het verschil tussen Italië en Duitsland momenteel 20 pp bedraagt en tussen Spanje en Duitsland slechts 8 pp. De vooruitgang die Italië heeft geboekt is bemoedigend en zorgwekkend tegelijk. De eurozone convergeert weliswaar, maar het tempo waarin dit gebeurt is traag. Als dit tempo wordt aangehouden, zal het

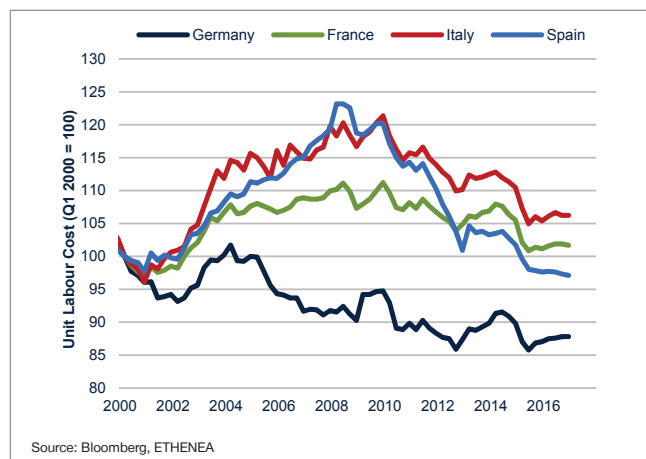
“De vooruitgang die Italië heeft geboekt is bemoedigend en zorgwekkend tegelijk.”

verschil in concurrentievermogen tussen Italië en Duitsland in 2037 hetzelfde zijn als in 2000. Terug naar af dus.

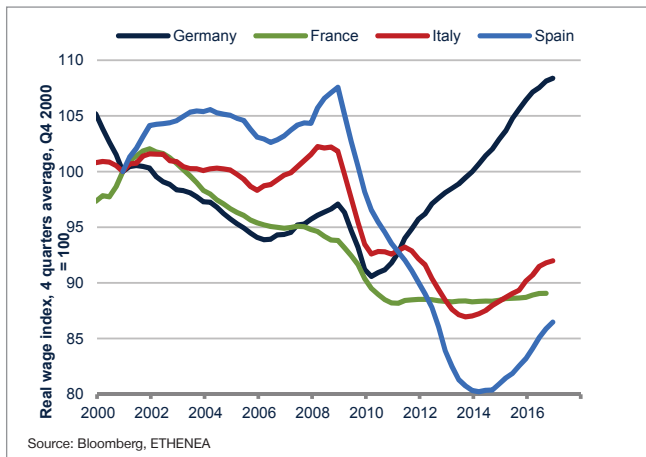
Het concurrentievermogen van Frankrijk is gedurende deze hele periode niet veel veranderd. Het land verkeert momenteel in een minder gunstige positie dan het geval was in de eerste jaren na de eeuwwisseling, en staat nu achter Spanje. Duitsland heeft echter een heel andere ontwikkeling doorgemaakt.



Grafiek 1: Bbp groeit overall, maar aan een verschillend tempo*



Grafiek 2: Competitiviteit convergeert, maar de verschillen blijven



Grafiek 3: Reële lonen gaan omhoog

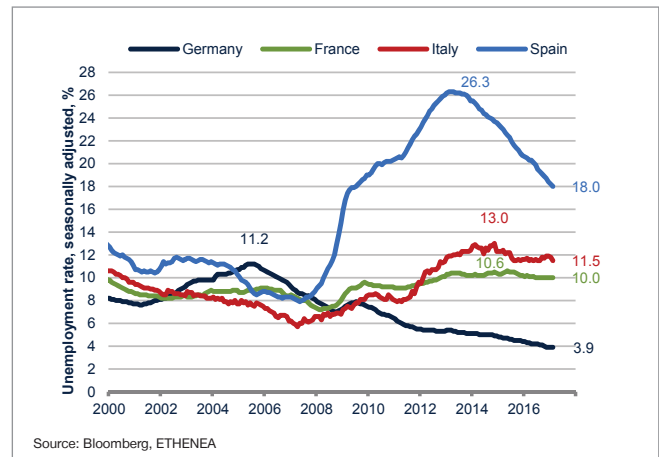
Het concurrentievermogen van Duitsland is in het eerste decennium van deze eeuw voornamelijk verbeterd en is daarna gestabiliseerd.

Sinds 2010 zijn de reële lonen in Duitsland aanzienlijk gestegen, wat betekent dat de in het verleden behaalde productiviteitswinst eindelijk wordt uitgekeerd aan de werknemers (Grafiek 3). In Frankrijk zijn de reële lonen sinds de eurocrisis constant gebleven en in Italië en Spanje zijn ze in de afgelopen paar jaar gestegen, na drastisch te zijn gedaald tussen 2010 en 2014. Dit is één van de redenen waarom de consumptie in deze landen opnieuw begon aan te trekken en de groei is hersteld. De werkloosheidscijfers laten een beeld zien dat overeenstemt met de hierboven vermelde indicatoren (Grafiek 4). Duitsland heeft een zeer lage werkloosheid en er is waarschijnlijk niet veel ruimte meer voor verdere daling. In alle andere landen is er daarentegen duidelijk ruimte voor verbetering. De Spaanse werkloosheid is gedaald van een recordpeil van meer dan 26% tot momenteel 18%, en deze neerwaartse trend zou zich in de komende jaren moeten voortzetten.

Frankrijk en Italië kampen met een hoge structurele werkloosheid. In deze twee landen zijn hervormingen op de arbeidsmarkt essentieel om weer concurrerend te worden, banen te creëren en de werkloosheid te verminderen. In beide landen is het echter moeilijk om arbeidsmarkthervormingen door te voeren. De volgende Franse president en de volgende Italiaanse premier zullen deze hervormingen moeten aanpak-

“In Frankrijk zijn de reële lonen sinds de eurocrisis constant gebleven en in Italië en Spanje zijn ze in de afgelopen paar jaar gestegen, na drastisch te zijn gedaald tussen 2010 en 2014.”

ken, een klus die alleen succesvol kan worden afgerond met de ondersteuning van een grote meerderheid in de respectieve parlementen. Wat dat betreft zijn de parlementsverkiezingen



Grafiek 4: Werkloosheid neemt af, maar in alle landen in dezelfde mate*

die in juni in Frankrijk plaatsvinden net zo belangrijk als de presidentsverkiezingen.

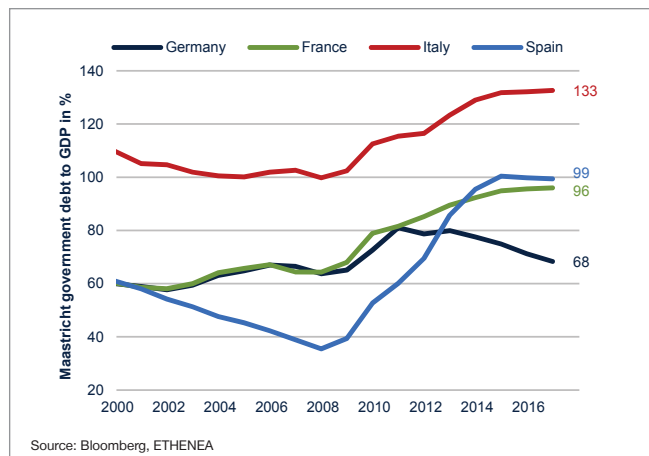
Wanneer we naar de schuld/bbp-ratio kijken, is het duidelijk dat de overheidsschuld van alle vier de grote landen boven de 60%-drempel van het Verdrag van Maastricht (Grafiek 5) ligt: De Duitse schuldgraad daalt gestaag, terwijl de Franse, de Spaanse en de Italiaanse schuldgraad min of meer stabiel zijn. Samengevat is de economie van de eurozone als geheel hersteld van zowel de wereldwijde financiële crisis als de eurocrisis en staat zij er momenteel beter voor dan tien jaar geleden. De

“Samengevat is de economie van de eurozone als geheel hersteld van zowel de wereldwijde financiële crisis als de eurocrisis en staat zij er momenteel beter voor dan tien jaar geleden.”

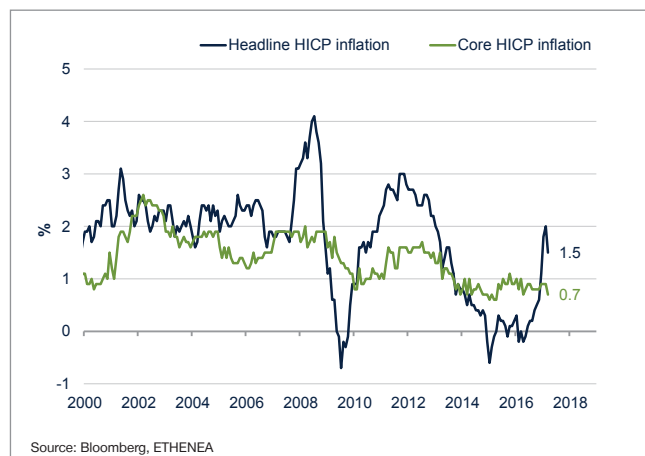
grote vier zijn homogener geworden, hoewel de onderlinge verschillen nog steeds duidelijk aanwezig zijn. Het herstel van de economische activiteit is overal zichtbaar, het concurrentievermogen convergeert, de reële lonen dalen niet meer en de arbeidsmarkt verbetert. Niettemin blijft de inherente kwetsbaarheid van de eurozone een feit, met name wat Italië betreft.

Van de vier grote landen is Italië het zwakst. De combinatie van lage groei, hoge schuld, hoge werkloosheid en een zwakke concurrentiepositie is gevaarlijk. Afgezien van het banksysteem vormt de Italiaanse economie alleen al door zijn omvang een existentieel risico voor de eurozone.

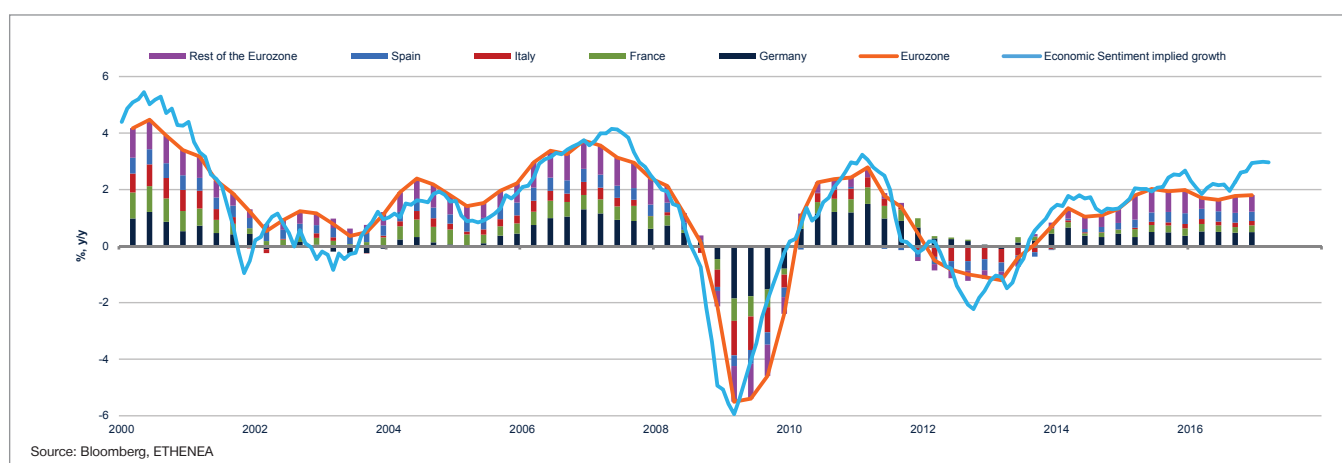
Zolang de groei robuust en de inflatie stabiel blijft, in die zin dat de Europese Centrale Bank (ECB) zich niet gedwongen voelt om de rente abrupt te verhogen, en zolang beleggers vertrouwen blijven hebben in de Europese instellingen en overheden, blijven de bindende krachten sterk genoeg om de 19 leden van de eurozone bij elkaar te houden.



Grafiek 5: Sinds het Maastrichtverdrag liggen staatsschulden te hoog, maar ze nemen intussen af of stabiliseren



Grafiek 7: De inflatie blijft gematigd*



Grafiek 6: Bbp-groei is robuust

Cyclus

De groei is de afgelopen twee jaar stabiel gebleven op 2,0 % in 2015 en 1,8 % in 2016. Merk op dat de economie van de eurozone vorig jaar sneller groeide dan de Amerikaanse economie (+1,6 %). Voorlopende indicatoren zoals de PMI-indexen zijn in de afgelopen maanden duidelijk verbeterd en de economische vertrouwensindex van de Europese Commissie is verder gestegen, wat duidt op een nog snellere groei voor de toekomst (Grafiek 6). We betwijfelen of de economie van de eurozone wel zo snel zal aantrekken als de voorlopende indicatoren suggereren, maar we zijn beslist verheugd over dit opwaartse risico. De particuliere consumptie en de investeringen, twee invloedrijke vraagcomponenten van het bbp, vertonen geen tekenen van versnelling. Naar onze mening zal het groeitempo van de economische activiteit dit jaar vergelijkbaar zijn met de voorgaande twee jaren en zal de groei robuust blijven.

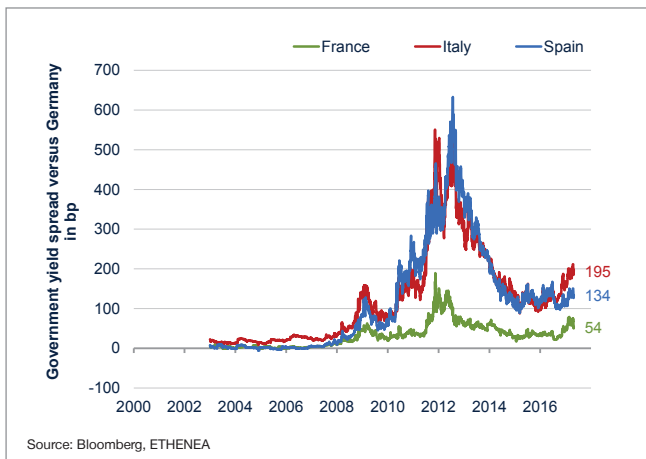
De inflatie is dankzij het basiseffect van de olieprijsen uit het dal geklommen en gestegen tot bijna 2 % in februari, en bleef in april verrassend hoog op 1,9 %. De kerninflatie nam eveneens toe, tot 1,2 % (Grafiek 7). Ondanks deze versnelling zien we voor de komende jaren geen enkel inflatierisico. Om die reden

verwachten we niet dat de ECB zich gedwongen zal voelen om de rente abrupt te verhogen. Dit betekent echter niet dat er geen einde zal komen aan de kwantitatieve versoepeling en dat de rente nooit meer zal worden verhoogd. De huidige economische fundamentals en de conjuncturele vooruitzichten zijn sinds de eurocrisis verbeterd. Logischerwijs zal hier een zekere mate van normalisering van het monetaire beleid op volgen. Het monetair versoepelingsprogramma van de ECB blijft ten minste tot eind dit jaar van kracht en zal naar verwachting in

“Voor de komende twaalf maanden lijkt het scenario van een plotselinge renteverhoging daarom onwaarschijnlijk.”

het komende jaar geleidelijk worden afgebouwd. Mario Draghi heeft verklaard dat de rente niet wordt verhoogd vóór het einde van het programma, en dus zal er naar onze mening pas ten vroegste in de zomer van 2018 een eerste renteverhoging komen. Voor de komende twaalf maanden lijkt het scenario van een plotselinge renteverhoging daarom onwaarschijnlijk.

Het vertrouwen in de Europese instellingen en overheden kan bijna niet beter. Zeer geruststellend vanuit een mondiaal



Grafiek 8: Zorgen en angst, maar geen paniek

perspectief is de stabiliteit van de euro ten opzichte van de Amerikaanse dollar, al twee jaar schommelend tussen 1,05-1,15, ondanks de verhoogde Europese politieke onzekerheid en de twee renteverhogingen in de VS. Vanuit binnenlands oogpunt echter, zijn de spreads op overheidsobligaties onlangs opgelopen. In Frankrijk was de onzekerheid voorafgaand aan de eerste ronde van de Franse verkiezingen aanleiding tot bezorgdheid, en ook in Italië is er sprake van enige ongerustheid,

zoals in Grafiek 8 is weergegeven. Er zijn geen tekenen van paniek onder beleggers, wat betekent dat het vertrouwen over het algemeen goed is. Tegelijkertijd zijn de lidstaten van de eurozone niet allemaal gelijk, zoals de spreads ons duidelijk maken. Italië blijft een risico voor de eurozone en we delen de scepsis onder de beleggers.

Conclusie

De economie van de eurozone heeft sinds de wereldwijde financiële crisis en de eurocrisis vooruitgang geboekt en staat er nu beter voor dan tien jaar geleden. De vooruitgang verloopt echter traag en de muntunie is niet zo homogeen als zij zou moeten zijn. Italië vormt een existentiële bedreiging voor de toekomst van de Unie en moet nauwlettend in de gaten worden gehouden.

Voorlopig maken de robuuste groei, stabiele inflatie, lage rente en het hoge vertrouwensniveau de eurozone aantrekkelijk voor risicovolle activa zoals aandelen en non-investmentgrade-bedrijfsobligaties.

Auteur >> >>

Yves Longchamp, CFA

Head of Research

ETHENEA Independent Investors (Schweiz) AG



Auteurs >>

Het Portfolio Management Team en de Head of Research



Zittend (van links naar rechts): Daniel Stefanetti, Guido Barthels, Luca Pesarini, Arnaldo Valsangiacomo, Christian Schmitt, Peter Steffen; Staand (van links naar rechts): Simon Oeser, Fabian Scheler, Ralf Müller, Roland Kremer, Jörg Held, Matthias Brachtel, Niels Slikker, Yves Longchamp – Head of Research bij ETHENEA Independent Investors (Schweiz) AG & Thomas Herbert (niet afgebeeld).

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, 30.04.2017.

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