



Panoramazicht

Marktdeelnemers worden verwacht even voorzichtig te werk te gaan als een chauffeur op de weg. Natuurlijk is er de verleiding om gewoon de massa te volgen. Een panoramazicht is echter onmisbaar om een genuanceerd beeld te verkrijgen.

Inhoud >>

>> [Panoramazicht](#)

>> [Macro-economische vooruitzichten](#)





Panoramazicht

Marktdeelnemers worden verwacht even voorzichtig te werk te gaan als een chauffeur op de weg. Natuurlijk is er de verleiding om gewoon de massa te volgen. Een panoramazicht is echter onmisbaar om een genuanceerd beeld te verkrijgen.

Een goede chauffeur moet in het verkeer beschikken over een zekere mate van *situationeel bewustzijn* en regelmatig de weg controleren om risico's te ontdekken voordat ze zich voordoen. Op dezelfde wijze moeten marktdeelnemers hetzelfde doen. Of dat zouden ze toch *moeten* doen. Maar spijtig genoeg gebeurt dit gewoonlijk niet, een feit dat ook de auteur moet erkennen.

Meestal concentreert *de markt* – d.w.z. de meerderheid van de spelers op een markt – zich slechts op een paar aspecten van wat dikwijls een zeer complexe realiteit is. Op basis daarvan genereert deze een marktopinie die voortdurend wordt getoetst aan binnenkomende gegevens. In realiteit wordt een groot deel van de beschikbare gegevens echter niet opgenomen als informatie. Een reden hiervoor is dat de meeste mensen met oogkleppen op lopen om de overweldigende stroom prikkels de baas te blijven. Als gevolg, volgt men gewoon *de kudde* en voelt men zich te midden daarvan erg op zijn gemak.

Gelukkig zijn er mensen die een globaal beeld van de markt hebben en alle aspecten in overweging nemen. Dat zijn precies degenen die ons af en toe wakker moeten schudden. De auteur kan van geluk spreken dat hij een aantal van deze mensen kent, en zij hebben hem zeker wakker geschud.

Op dit moment lijkt de markt zich te veel zorgen te maken over de negatieve signalen die voortvloeien uit de macro-economische data. De ontwikkeling van de risicomarkten (aandelen en obligaties) in de eerste weken van het jaar spreekt in dit opzicht boekdelen. We zagen wereldwijd een negatieve

tendens op aandelenmarkten en dalende rendementen voor risicovrije obligaties, terwijl de rendementen van risicodragende obligaties omhoog schoten. Ondanks de redelijke groeipercentages voor de economieën in de eurozone en de VS, de meest relevante voor ons, vrezden velen weer een wereldwijde recessie, zoals in 2008 en 2009. Positieve data worden niet opgemerkt en gaan verloren in de drukte.

De verwachtingen voor centrale banken liggen daarom ook hoog. Er wordt een wonder van de Europese Centrale Bank (ECB) verwacht, hoewel niemand weet wat daarvoor juist nodig is. Het enige wat echt zeker is, is dat de effecten hiervan verbazingwekkend positief zouden kunnen zijn. Er worden daarentegen geen renteverhogingen meer verwacht van de Fed, ook al is de kerninflatie in de VS nu gestegen tot boven de drempel van 2% en blijven de consumentenbestedingen maar groeien.

Het is echter ook mogelijk dat beide veronderstellingen fout zijn. De Fed kan immers de rente weer verhogen om de oplevende inflatie in toom te houden en ook de ECB kan teleurstellen, zoals ze deed in december 2015. Het monetaire beleid van de ECB en de huidige negatieve rente, is per slot van rekening nu al moeilijk te verantwoorden. Niet monetaire beleid, maar economisch en structureel beleid is nodig.

Om hierop nog wat dieper in te gaan. Het was niet een gebrekkig beleid van de ECB dat leidde tot magere groei in Duitsland, zoals de Duitse minister van Economische Zaken en vicekanselier Sigmar Gabriel stelt. De oorzaak was in werkelijkheid een verkeerd economisch beleid, dat leidde tot

een zwakke groei in Duitsland en in heel Europa. Verdere renteverlagingen zullen dus niet helpen.

Zijn wij ten opzichte van onze vorige Marktcommentaar van gedachten veranderd? Het antwoord hierop is een klaar en duidelijke *nee*, zoals Yves Longchamp ons zal uitleggen in de macro-economische vooruitzichten. Maar wij hebben wel onze zwart-witbril afgedaan en kunnen nu veel schakeringen grijs zien.



Auteurs >>

Guido Barthels
Portfolio Manager
ETHENEA Independent
Investors S.A.

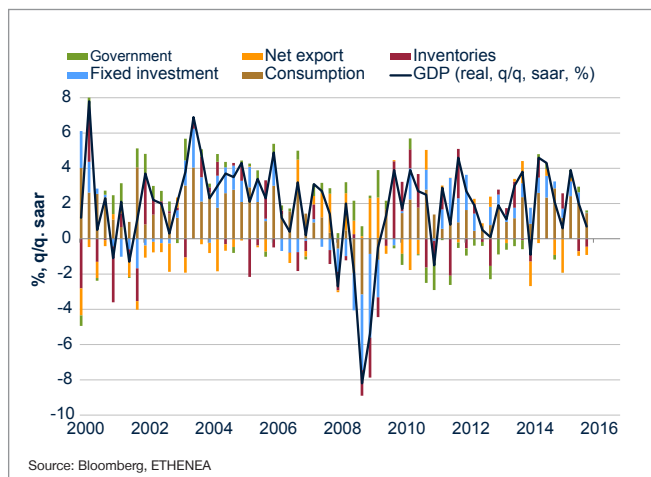
Yves Longchamp, CFA
Head of Research
ETHENEA Independent
Investors (Schweiz) AG

Macro-economische vooruitzichten >>

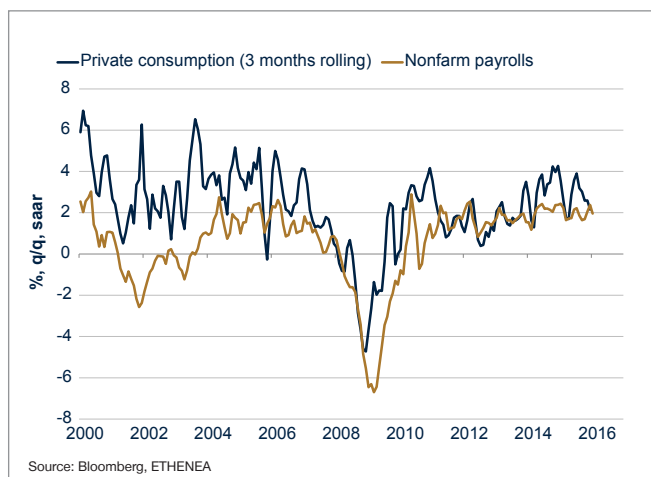
De laatste paar maanden hebben wij uitvoerig geschreven over wereldwijde onevenwichtigheden, het wereldwijde monetaire systeem, de sterkte van de USD, de zwakte van de prijzen op de wereldmarkt en de lage groei. Wij vinden dit nog steeds een gevaarlijke mix en blijven daarom voorzichtig. Deze maand besteden wij gedetailleerd aandacht aan de drie economische regio's waarin wij het meest geïnteresseerd zijn, namelijk de VS, de eurozone en China. In al deze regio's doen zich steeds meer tekenen van zwakte voor.

De Verenigde Staten

Het cyclisch herstel dat de VS de afgelopen drie jaar doormaakte, zwakt af, zoals blijkt uit grafiek 1. De groeivertraging



Grafiek 1: Bijdrage van bbp-componenten aan Amerikaanse groei

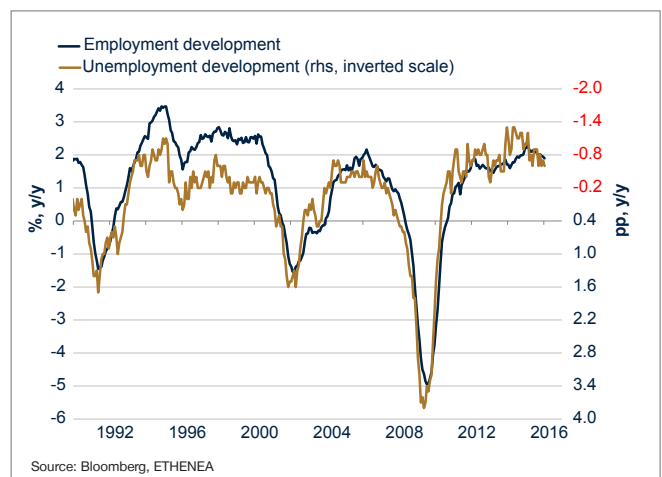


Grafiek 2: Werkgelegenheid is een bepalende factor voor de particuliere consumptie

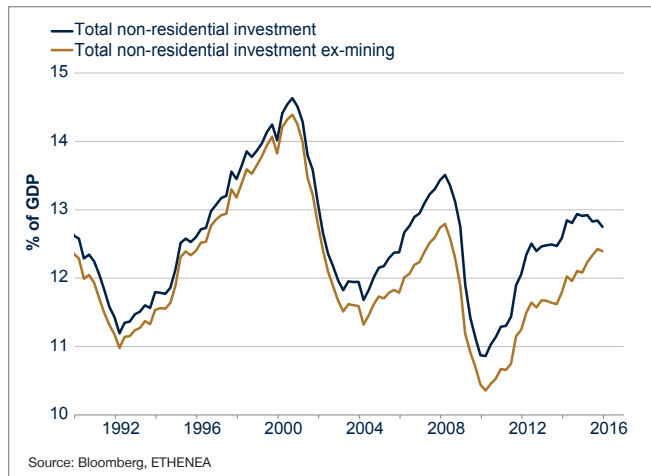
is behoorlijk breed gespreid over de verschillende componenten van het bbp. De particuliere consumptie, de investeringen en de netto-export vertoonden de laatste kwartalen allemaal tekenen van terugval.

Een van de gemakkelijkste manieren om de dynamiek van de particuliere consumptie te begrijpen, is kijken naar de arbeidsmarkt. De meest bepalende factor voor de consumptie is of de Amerikaanse consument een baan heeft. De banengroei, gemeten aan de hand van werkgelegenheidscijfers, exclusief de landbouw, en de groei van de consumptie, zijn uitgezet in grafiek 2; daaruit blijkt dat het verband tussen beide variabelen sterk is. Daarom gaat de evolutie van de consumptie hand in hand met die van de arbeidsmarkt. In dat opzicht is ook grafiek 3 zeer nuttig, omdat deze de natuurlijke band weergeeft tussen de banengroei en het tempo waarin het werkloosheidspercentage verandert. In 2014 daalde het werkloosheidspercentage zeer snel, namelijk met meer dan één procentpunt (pp) op jaarbasis. Sindsdien is de daling van de werkloosheid afgenomen tot 0,6 pp op jaarbasis in januari en dit dalingstempo zal nog verder afnemen vanwege het simpele feit dat het steeds moeilijker wordt om de werkloosheid verder te laten dalen eens deze in de buurt van het evenwichtsniveau komt. De banengroei zal dit jaar dus automatisch steeds verder afnemen, en als we ons baseren op grafiek 2, zal de consumptie deze trend volgen.

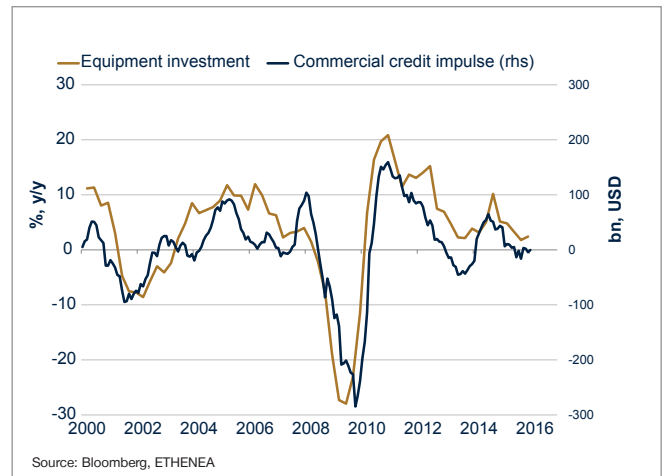
Zolang de werkloosheidsgraad blijft afnemen, zij het aan een trager tempo, zal de consumptie in de VS waarschijnlijk toch op een hoog niveau blijven. Dit zal namelijk het geval zijn als



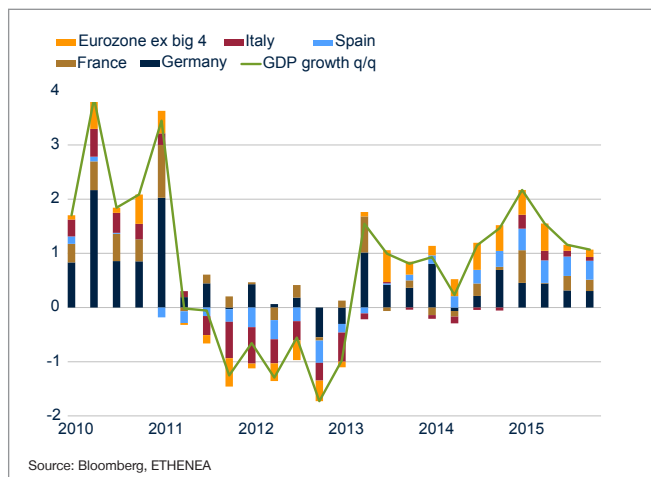
Grafiek 3: Ontwikkeling van de werkgelegenheid en de werkloosheid*



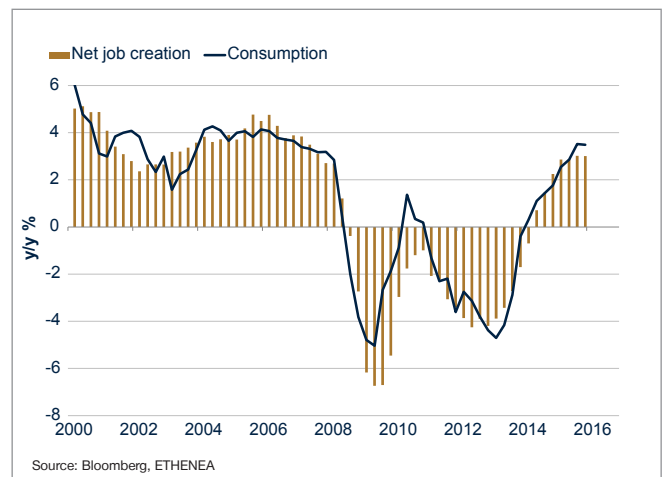
Grafiek 4: Aandeel van niet-residentiële investeringen in het bbp



Grafiek 5: Kredietimpuls van commerciële en industriële leningen is beperkt



Grafiek 6: Regionale groeibijdrage eurozone



Grafiek 7: Ontwikkeling werkgelegenheid en consumptie in Spanje

de lonen stijgen en de kredietverlening aan consumenten verder groeit. In dit stadium is de tragere groei van de consumptie eerder een laatcyclisch fenomeen dan iets anders.

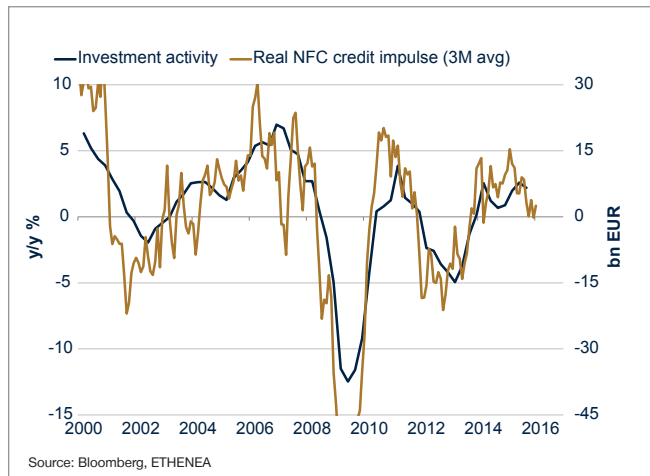
Wat de investeringen betreft, wordt de afname van de investeringen in uitrusting bijna volledig veroorzaakt door de olie-industrie, zoals grafiek 4 laat zien. Maar ook de recente groeivertraging in de productiesector doet een afname van de investeringen verwachten. Dit wordt ook bevestigd door onze indicator voor de kredietimpuls voor commerciële en industriële leningen (Grafiek 5). Deze wijst erop dat de investeringen op een laag pitje zullen blijven. De netto-export, ten slotte, stond de laatste kwartalen onder druk door de zwakke wereldwijde vraag en de sterke USD.

Met dit in het achterhoofd lijkt het onwaarschijnlijk dat de Fed in maart de rente zal verhogen. Maar men mag niet vergeten dat de Fed twee doelen nastreeft: de werkgelegenheid maximaliseren en de prijzen stabiliseren. Gelet op het werkloosheidspercentage van minder dan 5 % is de arbeidsmarkt volgens

economen volledig in evenwicht. Daarnaast is de huidige lage inflatie volgens de Fed te wijten aan tijdelijke effecten, zoals lage olieprijsen en een sterke USD. Als het dubbelmandaat naar de letter wordt uitgevoerd, zou Janet Yellen de rente in maart kunnen verhogen. Alles hangt af van hoe zij de huidige goede staat van de Amerikaanse economie meeweegt in haar inschatting van de toekomstige ontwikkeling van de economie. Volgens de meest recente voorlopende indicatoren verslechtert de situatie in de productie- en de dienstensector. Deze ontwikkeling zou haar eerder versoepelingsgezind moeten stemmen. Wat zal ze doen? Op 16 maart, wanneer het FOMC zijn volgende monetair beleid besluit neemt, zal zij deze vraag beantwoorden, maar ongetwijfeld ook veel nieuwe vragen opwekken.

De eurozone

In de eurozone is de bron van de groei geleidelijk verschoven van het noorden naar het zuiden van Europa. Duitsland, de grootste economie in de monetaire unie, speelde onmiddellijk na de eurocrisis een centrale rol in het herstel (Grafiek 6).



Grafiek 8: Kredietimpuls in Europa is neutraal

Vorig jaar nam de bijdrage van dit land aan de groei in de eurozone echter af, hoofdzakelijk omdat de netto-export daalde. Het is fascinerend te constateren dat een van de voornaamste exportlanden van de wereld, dat bovendien voordeel haalt uit een zwakke valuta, niet in staat was gebruik te maken van de forse toename van de export. Wat dit in wezen betekent, is dat de zwakke mondiale groei een belangrijke rol speelt in de zwakte van de export. Wij wijzen erop dat deze zwakte zich vooral voordoet in Azië.

In Zuid-Europa, in het bijzonder Spanje en Italië, verbeterde de particuliere consumptie in lijn met de banengroei. Grafiek 7 geeft de Spaanse situatie weer. Omdat de werkloosheid in Spanje nog steeds boven de 20% ligt, is een verdere groei van de consumptie zeker en vast mogelijk. Dit gaat op voor alle landen waar de werkloosheid hoog is en de werkgelegenheid steeds sneller groeit.

De Europese investeringscyclus verkeert in een situatie die vergelijkbaar is met die in de VS. De impuls die uitgaat van de kredietverlening is neutraal (Grafiek 8). In de vier grootste economieën van de regio – Duitsland, Frankrijk, Spanje en Italië – is de situatie erg vergelijkbaar.

De Europese conjunctuercyclus bevindt zich momenteel nog in de beginfase, wat een voordeel is in vergelijking met de Amerikaanse. De werkloosheid is ruim tweemaal zo hoog als in de VS (10,5%) en ligt duidelijk boven het evenwichtspercentage. Zolang de Europese arbeidsmarkt nieuwe banen blijft creëren, zou de consumptie moeten aantrekken. Maar de eurozone is een economie die meer openstaat voor de rest van de wereld dan de VS. Een verdere afname van de wereldwijde vraag, met name vanuit Azië, zou de groei in deze regio dus kunnen drukken.

Op 10 maart treedt de ECB weer op de voorgrond. Gezien de aanhoudend lage inflatie en de verslechterende groei-

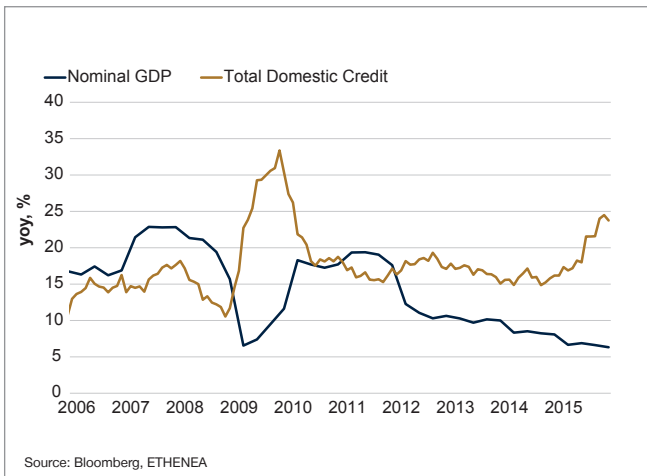
vooruitzichten, zal Mario Draghi dan waarschijnlijk nieuwe versoepelingsmaatregelen aankondigen. De vraag die wij ons allemaal stellen is echter wat de ECB nog kan, en wil, doen. Naast een uitbreiding van het lopende monetaire verruimingsprogramma, in de vorm van extra maandelijkse aankopen, verwachten wij een verdere renteverlaging, hopelijk met enkele speciale voorzieningen om de banken te sparen.

De ECB zou niettemin meer kunnen doen. De Financial Conditions Index (FCI) is een index die centrale bankiers gebruiken om de staat van het monetair beleid te analyseren. De FCI vat drie dimensies samen: de rentevoet, de risicopremie en de valuta. Zoals veel andere centrale banken in de wereld heeft de ECB uitvoerig gebruik gemaakt van de eerste dimensie, de rentevoet. De korte rente is laag, zelfs negatief, en de lange rente is ook laag als gevolg van het monetaire verruimingsprogramma. Deze dimensie is nu wel grotendeels uitgeput. Het marginale effect van het verder verlagen van de rente onder nul of van het optrekken van de obligatieaankopen met één miljard euro is zeer laag. De derde dimensie, de nationale valuta, is officieel geen beleidsinstrument van centrale banken in ontwikkelde economieën – met uitzondering van de Zwitserse nationale bank. In Zwitserland wordt de wisselkoers echter indirect gemanipuleerd door de rente lager te houden dan in andere delen van de wereld. Deze dimensie biedt voordelen op korte termijn, zoals het stimuleren van de export en het bevorderen van de inflatie. In een wereld waarin inflatie en groei schaars zijn, heeft de valutadimensie slechts beperkte effecten. De tweede dimensie, de risicopremie, wordt niet veel gebruikt door de ECB en zou best wel eens de volgende stap kunnen zijn. De ECB kan rechtstreeks leningen van banken kopen. Dit kredietversoepelingsprogramma zou een subsidie zijn voor banken gezien de risicopremie voor bedrijfs- en hypotheekleningen hierdoor waarschijnlijk zou afnemen. Dit zou uiteindelijk een gunstig effect moeten hebben op de investeringen, maar alleen als het probleem bij de kredietverlening veroorzaakt wordt door een aanbodtekort.

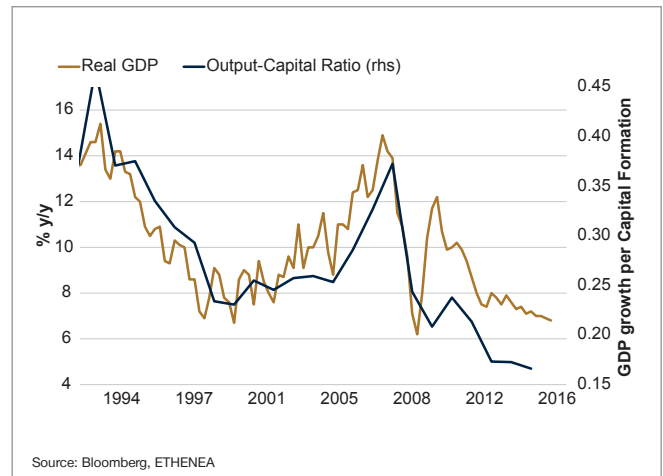
Net zoals de Fed op 16 maart, zal de ECB op 10 maart hierover haar besluit nemen, waarbij sommige vragen beantwoord zullen worden en ongetwijfeld nieuwe de kop zullen opsteken.

China

Begin dit jaar stond China nog in het middelpunt van de belangstelling vanwege de depreciatie van de renminbi ten opzichte van de USD, maar sindsdien is het rustiger geworden. De weinige data die gedurende de festiviteiten voor het Chinese nieuwjaar bekend werden gemaakt, onderstreepten echter de grote uitdagingen die de Chinese economie dit jaar te wachten staan. In januari namen de deviezenreserves met nog eens USD 100 miljard af. Als de uitstroom aan dit tempo doorgaat, zou de centrale bank over een paar maanden wel gedwongen kunnen worden doortastender te reageren. Toch blijven de huidige reserves ten belope van USD 3,2 biljoen



Grafiek 9: Chinese kredietverlening groeit sneller bij tragere bbp-groei



Grafiek 10: Groei, komende van extra kapitaalinvesteringen, neemt af in China*

nog steeds de grootste van de wereld. Andere beleidsopties waarvoor de bank nog zou kunnen kiezen, zijn strengere kapitaalcontroles, een devaluatie van de nationale munt tot een niveau waarbij geen verdere depreciatie meer wordt verwacht of een verhoging van de rente. Tot nog toe paste de Chinese centrale bank voor al deze opties gezien ze kosten met zich meebrengen. Of ze uiteindelijk toch tot de invoering van deze maatregelen overgaat, is afhankelijk van de mate waarin de kapitaaluitstroom in de komende maanden aanhoudt.

Dit is echter niet het enige alarmsignaal dat afgaat. In januari overtrof de enorme stijging van de kredietverlening de verwachtingen, en wel in die mate dat de Chinese centrale bank de banken oproep het kalmer aan te doen. De details van de krediethuus zijn positief en wijzen op investeringen. Zo stellen we een verdere aflossing vast van leningen in vreemde valuta en is er vraag naar langetermijnfinanciering. Het feit dat de kredietgroei aanhoudt ondanks de zeer hoge schuldgraad, bewijst dat er in China geen sprake is van kredietschaarste, die zou leiden tot een financieringscrisis in de bedrijvensector. Afnemende productiviteit en dalende winstgevendheid in de industriële sector roepen echter vragen op over het werkelijke verwachte rendement van nieuw uitgegeven leningen. Grafiek 9 laat zien dat de kredietverlening in China sinds 2008 sneller is gegroeid dan het nominale bbp. Bedrijfskredieten stegen snel tot 150% van het bbp, maar de marginale impact op de groei van extra kredieten is afgenomen, waardoor sindsdien de groei voortdurend langzamer geworden is (Grafiek 10).

Een stabilisatie van de economische groei zou het vertrouwen in de Chinese economie herstellen en de kapitaaluitstroom stoppen. De laatste voorlopende indicatoren laten zien dat de groei enigszins is gestabiliseerd, waarschijnlijk mede dankzij

continue kredietgroei en stijgende overheidsuitgaven. Zulke ondersteunende factoren zijn welkom op de korte termijn. Op de lange termijn wordt het probleem van industriële overcapaciteit en de misallocatie van natuurlijke hulpbronnen echter enkel op de lange baan geschoven. Het nationale volkscongres dat begin maart plaatsvindt, zal een indicatie geven van hoe de Communistische Partij van China de economie in de komende vijf jaar denkt te herstructureren. In december maakte dezelfde regering haar voornemen bekend de overcapaciteit in de industrie af te bouwen, de voorraad vastgoed terug te brengen, de schuldfinanciering aan te pakken, de kosten voor bedrijven te verlagen en de productiecapaciteit voor enkele welbepaalde producten en diensten te bevorderen. Met bovengenoemde vijf initiatieven worden precies de problemen aangepakt waarmee de Chinese economie momenteel kampt, maar als ze goed worden uitgevoerd, zal China als gevolg daarvan in de komende jaren langzamer groeien.

Auteur >>

Yves Longchamp, CFA
 Head of Research
 ETHENEA Independent Investors (Schweiz) AG

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



Uitgever >>

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



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

Contact >>

Voor het beantwoorden van uw vragen en uw suggesties staan wij altijd tot uw beschikking.

ETHENEA Independent Investors S.A.
16, rue Gabriel Lippmann · 5365 Munsbach · Luxembourg
Phone +352 276 921 10 · Fax +352 276 921 99
info@ethenea.be · ethenea.be

Disclaimer >>

Beleggen in een beleggingsfonds brengt zoals elke belegging in effecten en vergelijkbare activa, een risico van koers- en wisselkoersverliezen met zich mee. Hierdoor kunnen de koersen van deelnemingsrechten en de rendementen variëren en dus niet worden gegarandeerd. De kosten van de beleggingsactiviteiten van het fonds beïnvloeden het uiteindelijke beleggingsresultaat. Als bewijs van de aankoop van deelnemingsrechten gelden de wettelijk voorgeschreven verkoopdocumenten. De in dit document verstrekte gegevens dienen slechts ter beschrijving van het product en vormen geen beleggingsadvies, aanbod tot het sluiten van een adviserings- of informatieovereenkomst of aanbod tot (ver)koop van effecten. De inhoud is na zorgvuldig onderzoek tot stand gekomen en met de grootste zorg samengesteld en gecontroleerd. Voor de juistheid, de volledigheid en de nauwkeurigheid wordt geen aansprakelijkheid aanvaard. Munsbach, 29.02.2016.