



ETHENEA
managing the Ethna Funds

Nr. 8 · augustus 2016

MARKTCOMMENTAAR

Tot nu toe ging alles goed ...

... zei de man die van de wolkenkrabber viel toen hij langs de 25e verdieping raasde. Zo moeten centrale bankiers zich ongeveer voelen als het gaat om het huidige monetair beleid en dan vooral de doeltreffendheid ervan.

Inhoud >>

Editie gepubliceerd op 31.7.2016

>> [Tot nu toe ging alles goed ...](#)

>> [Macro-economische vooruitzichten](#)

info@ethenea.be | ethenea.be





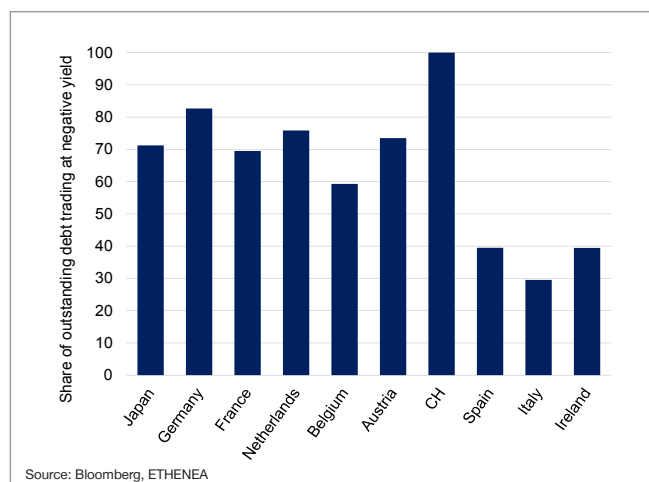
Tot nu toe ging alles goed ...

... zei de man die van de wolkenkrabber viel toen hij langs de 25e verdieping raasde. Zo moeten centrale bankiers zich ongeveer voelen als het gaat om het huidige monetair beleid en dan vooral de doeltreffendheid ervan.

Buitengewone maatregelen zijn gewoon geworden. De zogenaamde monetaire verruiming (*Quantitative Easing*) is er, zoals we in onze ruwe schattingen voorspeld hadden, in geslaagd de balansen van de centrale banken te doen toenemen met USD 7.600.000.000.000. Dat is USD 7,6 biljoen aan effecten waarin de particuliere sector niet meer kan beleggen en brengt niet te voorspellen negatieve gevolgen voor de pensioenstelsels in deze landen met zich mee. Dit is een klassiek geval van *crowding out*, of een verdringing van de private vraag door staatsinvesteringen.¹ Particuliere beleggers worden met andere woorden gedwongen buiten hun comfortzone te beleggen. Het onbekwame gedrag van *onervaren* beleggers leidt tot een hogere volatiliteit in de betreffende marktsegmenten. Bovendien brengt dit ook absurde waarderingen met zich mee, ook wel zeepbellen genoemd. Deze richten vaak *collateral damage* aan wanneer ze uiteindelijk uiteenspatten.

Een schoolvoorbeeld hiervan is de ontwikkeling van het marktrendement van staatsobligaties. Deze behoren tot het domein van veel verzekeraars en pensioenfondsen en worden beschouwd als een veilige langetermijnbelegging. De bereidheid van centrale banken om onvermoeibaar obligaties op de kapitaalmarkten op te kopen, heeft tot extreme verstoringen en overwaarderingen geleid (grafiek 1). 100% van de Zwitserse staatsobligaties heeft inmiddels een negatief marktrendement. Daarnaast wordt ruim 80% van de Duitse staatsobligaties tegen een negatieve rente verhandeld. Zelfs sommige obligaties van landen die tot voor kort nog oneerbiedig werden aangeduid als PIIGS² hebben al een rendement onder nul. Voor Spanje en Ierland is dit

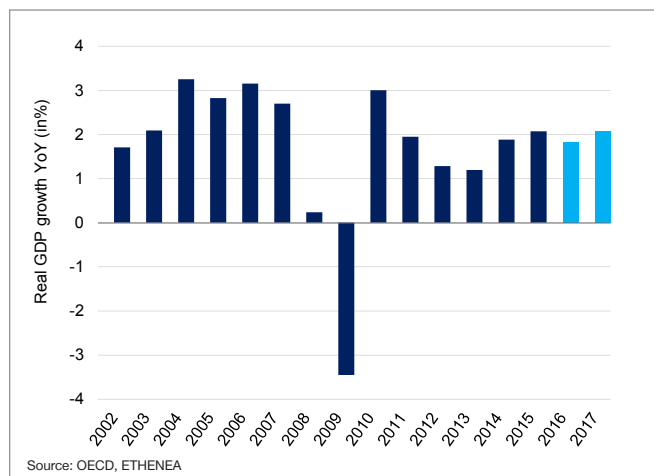
bijna 40%, en voor Italië 30%. Wie had enkele jaren geleden durven dromen dat landen geld zouden krijgen om schulden te maken? Om het begrotingstekort terug te dringen, hoeft een land zich dus alleen maar dieper in de schulden te steken. Op 1 augustus 2016 liet het Duitse ministerie van Financiën weten dat de te betalen rente op de uitstaande Duitse staats-schuld in de eerste zes maanden van dit jaar daalde van bijna 10 miljard euro naar nog maar 7 miljard euro. Dat is een afname van maar liefst 30%.



Grafiek 1: Percentage uitstaand schuld papier met een negatief marktrendement

¹ Meer informatie op: <http://www.dfbonline.nl/begrip/1474/crowding-out>

² PIIGS is een afkorting voor de vijf eurolanden Portugal, Ierland, Italië, Griekenland en Spanje, die tijdens de eurocrisis in 2010 is ontstaan.



Grafiek 2: Reële economische groei in de OESO-landen als percentage ten opzichte van vorig jaar. Prognose voor 2016 en 2017. Per juni 2016.

Desalniettemin was het idee van de centrale bankiers in principe best goed. Door deze aankopen en de daarmee gepaard gaande lage rente kunnen landen structurele hervormingen en investeringsprogramma's financieren. De multiplicatoreffecten, waarvan we in onze economielessen allemaal hebben gehoord, tonen dan hun doeltreffendheid en leveren een positieve bijdrage aan de groei. Theoretisch zou dit geld ook gebruikt kunnen worden om leningen terug te betalen,

» De moral hazard [...] is gigantisch. «

tenminste als we niks beters kunnen bedenken om het aan te besteden. Maar de slechtste manier om met de *overvloedige liquiditeit* om te gaan, is door verkiezingscadeaus uit te delen. Dit is de overheidsvariant van vakantie op krediet: leuke herinneringen maar je krijgt er niks voor terug, behalve nieuwe schulden. Politici laten zich echter leiden door wat op korte termijn stemmen oplevert en de *moral hazard*³ is dan ook gigantisch. En dus waarschijnlijk ook onvermijdelijk. Slechts een fractie van de beschikbare middelen wordt gebruikt voor overheidsinvesteringen. De rest vloeit in de een of andere vorm naar het socialezekerheidsstelsel, en bijgevolg naar de consument.

Grafiek 2 laat duidelijk zien dat het ultrasoepele monetair beleid tot nu toe, op zijn zachtst gezegd, niet bijster effectief was. Het grootste macro-economische experiment in de geschiedenis van de mensheid lijkt niet het verhoopte succes te hebben. De economische groei, de maatstaf voor het succes van de OESO- en de BRICS-landen, bedroeg volgens gegevens van de OESO in 2015 slechts 2,1%. De prognoses voor het lopende jaar zijn met 1,8% niet beter, en ook 2017 lijkt met de voorspelde 2,1% geen hoge ogen te gaan gooien.

Daar komt nog bij dat een mogelijke groeivertraging niet kan worden tegengegaan met verdere monetaire beleidsmaatregelen. De staatsschulden bereiken historische hoogten en de rentetarieven weerspiegelen niet langer het wanbetalingsrisico van de debiteur. De huidige rentes zijn slechts een uiting van de wanhopige zoektocht naar beleggingen die een

» De rentetarieven weerspiegelen niet langer het wanbetalingsrisico van de debiteur. De huidige rentes zijn slechts een uiting van de wanhopige zoektocht naar beleggingen. «

nog enigszins positief rendement beloven. Het is de vraag of Draghi's zwaar op de proef gestelde vertrouwen in de centrale banken (*whatever it takes*) nog lang zal aanhouden.

Omdat niemand er echt belang bij heeft dit vertrouwen in twijfel te trekken, kan het nog jaren zo doorgaan. Maar het kan net zo goed na enkele maanden al ten einde komen. Dat doet een beetje denken aan Peter Pan, die zegt: "Op het moment dat je twijfelt of je kunt vliegen, verlies je voor altijd het vermogen om te vliegen".

Bij ETHENEA vliegen we nog, en geloven we nog steeds dat de rendementen verder zullen dalen. De markt van dollarobligaties is met haar positieve rendementen een van de laatste bolwerken van schijnbare rationaliteit. Omdat beleggers echter blijven zoeken naar positieve rendementen zijn wij ook hier van mening dat 10-jarige Amerikaanse staatsobligaties vroeg of laat verder zullen dalen. Aangezien alternatieven daarnaast steeds schaarser worden, kunnen we daar dus bijna niet omheen. Ook zorgen de Amerikaanse groeicijfers van de eerste twee kwartalen van 2016 opnieuw voor onzekerheid; zal, en kan, de Federal Reserve de richtrente nogmaals verhogen?

Een deel van deze discussie voert Yves Longchamp in de onderstaande macro-economische vooruitzichten.

Auteurs >>

Guido Barthels

Portfolio Manager
ETHENEA Independent
Investors S.A.

Yves Longchamp, CFA

Head of Research
ETHENEA Independent
Investors (Schweiz) AG

³ *Moral hazard*, in het Nederlands "moreel gevaar" of "moreel risico", betekent dat mensen zich door een herverdeling van risico onverantwoord of lichtzinnig gaan gedragen, omdat ze weten dat, hoewel ze het risico op schade vergroten, anderen die schade waarschijnlijk zullen vergoeden. Bron: <http://www.dfbonline.nl/begrip/7436/moral-hazard>

Macro-economische vooruitzichten >>

In wat volgt zullen we volgende drie onderwerpen bespreken, namelijk de Brexit, de geloofwaardigheid van de instellingen en onze economische vooruitzichten. Na de schok die de Brexit teweegbracht, toonden economieën en financiële markten opnieuw hun veerkracht. Toch moeten we ons enthousiasme intomen aangezien de onderliggende fundamenten niet zijn verbeterd.

Brexit

In onze vorige Marktcommentaar hebben we de Brexit-schok afgebeeld aan de hand van een tabel (grafiek 3), die (in rood) de omvang laat zien van de schokgolven volgens drie transmissiekanaalen, namelijk het politieke, het economische en het financiële kanaal. Vergeleken met vorige maand zijn de schokgolven kleiner geworden en beperken ze zich voor het merendeel, zo niet geheel, tot Groot-Brittannië. De schok sloeg dus niet over naar Europa of de Verenigde Staten.

In Groot-Brittannië was de politieke situatie echter initieel chaotisch, met een golf van aftredingen als gevolg, zowel in het Brexit- als het Bremain-kamp. Dankzij de benoeming van Theresa May tot nieuwe premier is de politieke stabiliteit intussen hersteld. Mevrouw May bewees een bedreven spreker te zijn, met uitspraken als “Brexit betekent Brexit” en “wij zullen er een succes van maken”. Wat het werkelijk betekent en hoe zij van plan is ermee om te gaan, ligt op zijn zachtst gezegd nog helemaal open, aangezien de onderhandelingen over de scheiding pas volgend jaar zullen beginnen. Maar voorlopig is het belangrijkste dat het politieke vertrouwen is hersteld.

	Brexit	Great Britain	Europe	World
Politics	Political/institutional	breakup/fragmentation	dis-/integration	uncertainty
	Geopolitical	ex-financial center	bargaining power	multipolarity
	Fiscal policy	leeway	willingness	
Economy	Activity	recession	slowdown	slowdown
	Inflation	deflationary	disinflationary	disinflationary
Finance	Currency	GBP crisis	EUR weakness	USD/CHF/JPY/CNY
	Market	risk-off	risk-off	risk-off
	Financial system	banks down	banks down	
	Monetary policy	BoE easing	ECB easing	Fed stand-by

Source: ETHENEA

Grafiek 3: Brexit – Wat is de omvang van de schok?

Het economische transmissiekanaal was minder besmettelijk dan gevreesd. De in juli gepubliceerde cijfers wezen over de hele linie op een voortzetting van het herstel, behalve voor het VK, waar alle beschikbare indicatoren een scherpe daling van de economische activiteit lieten zien. De samengestelde PMI-indicatoren van juli behoren tot de eerste economische gegevens waarin de impact van de Brexit tot uitdrukking komt – een waarde boven 50 duidt hier op groei, een waarde onder 50 op terugval. In het VK daalde de index van 52,4 vóór de Brexit tot 47,7 erna, hetgeen onbetwistbaar wijst op een afname van de activiteit. In de eurozone en de VS bleven de indexen praktisch ongewijzigd op respectievelijk 52,7 en 51,5. Dit bevestigt dat in deze twee regio's nog steeds sprake is van een gematigd economisch herstel.

Met deze gegevens in het achterhoofd is het niet verrassend dat de financiële markten aardig herstelden naarmate de politieke en de economische angst wegebden. Sinds het Brexit-referendum op 23 juni zijn alle belangrijke aandelenindexen opgeveerd, daalden de rendementen van Europese staatsobligaties verder en namen de kredietspreads af, hetgeen leidde tot hogere obligatiekoersen. De wond die de Brexit heeft geslagen, komt eigenlijk alleen tot uiting in het Britse pond dat 10% verloor ten opzichte van de Amerikaanse dollar. De financiële markten “hebben op een relatief veerkrachtige wijze gereageerd op de gebeurtenis”, om Mario Draghi te citeren.

De Brexit is niettemin absoluut slecht nieuws. Het is een nieuwe recessieve, deflatoire en institutionele schok. De groei en de inflatie, die overal ter wereld al laag zijn, worden verder gedempt. In politiek opzicht heeft de Brexit de ondergronds sluimerende kwetsbaarheid van de Europese Unie aan het licht gebracht en daardoor de instellingen verzwakt. De Brexit is alles behalve een non-event en daarom blijven wij dan ook voorzichtig.

Geloofwaardigheid

Ondanks de Brexit-schok gingen activaprijzen de hoogte in. Deze klaarblijkelijke paradox geeft dus aan dat er een schokdemper in het spel was, of met andere woorden, de centrale banken. Net zoals muziekkakkoorden die ontelbare keren worden herhaald, spelen centrale banken wereldwijd steeds hetzelfde succesvolle repertoire af. Zij hebben het financiële systeem *liquiditeit* verschaft en *hoop* gegeven, door te beloven dat het monetaire beleid in de nabije toekomst, of

zo nodig langer, soepel zal blijven. Mario Draghi heeft het beter dan wie dan ook uitgelegd in perfecte bewoordingen, die de marktdeelnemers als muziek in de oren klonken. Om te beginnen, over liquiditeit: “de aangekondigde bereidheid van centrale banken om zo nodig liquiditeit te verschaffen en onze

» Ondanks de Brexit-schok gingen activaprijzen de hoogte in. Deze klaarblijkelijke paradox geeft dus aan dat er een schokdemper in het spel was, of met andere woorden, de centrale banken. «

monetaire versoepelingsmaatregelen, alsmede een robuust raamwerk van regelgeving en toezicht, hebben er allemaal toe bijgedragen dat de spanning op de markt beperkt bleef”; en vervolgens over hoop: “maar er is een laatste zin die ik wil benadrukken in antwoord op uw vraag: Indien dit vereist is om haar doelstelling [inflatie] te bereiken, zal de Raad van Bestuur alle binnen haar mandaat beschikbare instrumenten inzetten. Daarom zou ik willen benadrukken dat wij klaar staan, bereid zijn en in staat zijn om dat te doen.”⁵

Aan de andere kant van het Kanaal was er Mark Carney, gouverneur van de Bank of England (BoE), die zich in dezelfde, zij het minder poëtische, bewoordingen uitliet. “Het monetaire beleidscomité is vastbesloten alle noodzakelijke maatregelen te nemen om de groei te ondersteunen en de inflatie in een redelijke tijdsspanne weer op het beoogde peil te brengen. De meeste leden van het comité verwachten dat het monetair beleid daartoe in augustus zal worden versoepeld.”⁶

Naast de veerkrachtige economische data heeft de combinatie van de geloofwaardigheid van de centrale banken en de schijnbare politieke stabiliteit in de EU en het VK, de financiële markten bescherming verschaft. Dit versterkt onze stelling dat zowel politieke stabiliteit als de geloofwaardigheid van centrale banken, m.a.w. het vertrouwen in de instellingen, sleutelvariabelen zijn geworden. Zij oefenen een directe invloed uit op de vooruitzichten voor economieën en financiële markten.

In deze context blijven wij op onze hoede en volgen wij nauwlettend alle ontwikkelingen met betrekking tot de instellingen. De wereldwijde opkomst van het populisme, de zwakte van het Europese politieke bouwwerk en het feit dat het voeren van onorthodox monetair beleid in de hele wereld gemeengoed is geworden, maken de huidige constellatie volgens ons erg kwetsbaar.

Vooruitzichten

De veerkracht van economieën in de nasleep van de Brexit-schok behoorde tot het beste nieuws van de laatste paar maanden.

den. In de VS vertoonde de industriële sector, een van onze grootste zorgpunten eerder dit jaar, enig teken van herstel. De ISM-index voor de productiesector, die vergelijkbaar is met de

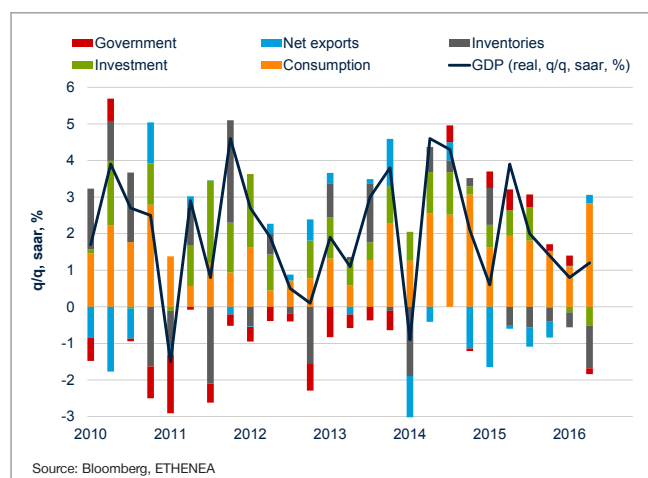
» De veerkracht van economieën in de nasleep van de Brexit-schok behoorde tot het beste nieuws van de laatste paar maanden. «

bovengenoemde PMI-index, is ook opgeveerd. Mogelijk luidt dit een minicyclus in, waardoor de cyclus in de VS langer kan aanhouden. Het blijft echter de vraag of deze enquêtegegevens nieuwe banen en investeringen zullen gaan opleveren. Ook de arbeidsmarkt cijfers bevestigen deze verbetering gedeeltelijk, in tegenstelling tot de investeringen. Volgens de jongste BBP-cijfers zijn de particuliere investeringen namelijk in het tweede kwartaal met 3,3% gedaald.

Daarnaast groeide het BBP in het tweede trimester met 1,2% op jaarbasis, na een groei van 0,8% in het eerste kwartaal gekend te hebben (grafiek 4). De particuliere consumptie is meer dan ooit de groeimotor in de VS, zo niet de enige. Al was ook de bijdrage van de netto-export licht positief. Alle overige componenten waren echter negatief. De samenstelling van de Amerikaanse groei is met andere woorden opvallend onevenwichtig. De bijdrage van de particuliere consumptie is te mooi

» De bijdrage van de particuliere consumptie is te mooi om waar te zijn. «

om waar te zijn. Het is namelijk zo dat de autoverkoop de laatste maanden tegenvielen, de groei van de detailhandelsomzet stabiel bleef en het consumentenvertrouwen minder verbeterde dan de consumptiehuus in het tweede kwartaal deed verwachten. Wij handhaven daarom ons scenario dat de



Grafiek 4: Bijdragen aan de BBP-groei in de VS

⁴ Bron: <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2016/html/is160721.de.html>

⁵ Bron: <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2016/html/is160721.en.html>

⁶ Bron: <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Pages/news/2016/007.aspx>

Amerikaanse economie in een latere fase verkeert en dat de groei geleidelijk afneemt.

Het FOMC wees er recentelijk op dat de arbeidsparticipatie is gestegen en dat de kortetermijnrisico's voor de economische vooruitzichten zijn afgenomen. Dit toont aan dat de Fed de marktdeelnemers voorbereidt op een tweede renteverhoging later dit jaar. De toespraak die Janet Yellen eind augustus gaat houden in Jackson Hole, de beroemdste bijeenkomst van centrale bankiers, zal meer informatie opleveren over wat de Fed gaat doen.

In Europa steeg de economische activiteit in het tweede kwartaal met 1,2% op jaarbasis volgens de BBP-cijfers (grafiek 5). Dit is minder snel dan in het eerste kwartaal, maar nog altijd een goede score. Momenteel zijn de gegevens over de verschillende BBP-componenten en landenbijdragen echter nog schaars. Wat we wel weten is dat de groei in Frankrijk stagneert en dat de Spaanse economie een stevig, maar afvallend groeicijfer van 2,8% op jaarbasis kende. Volgens de laatste indicatoren zal de economie de komende maanden gestaag stijgen.

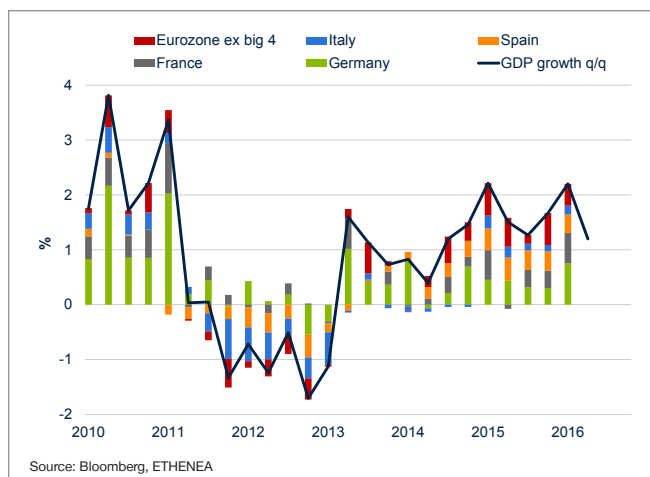
In Japan en China was de ontwikkeling in het tweede kwartaal sterker dan verwacht. In China hielden de continue krediet- en fiscale stimuleringsmaatregelen de investeringen en de industriële productie op peil en scoorde ook de consumptie weer goed. Het is echter waarschijnlijk dat de cyclus in China het afgelopen kwartaal zijn hoogtepunt heeft bereikt. Deze begon eind vorig jaar met een grootschalige kwantitatieve verruiming en veroorzaakte tegelijkertijd een sterke toename van de prijzen en de economische activiteit in de vastgoedsector. Het economisch momentum zal de komende kwartalen waarschijnlijk aan kracht inboeten, omdat de overheid de focus geleidelijk verlegt van groeistabilisatie naar hervorming van de staatsbedrijven en regulering van de financiële markten. Ook in Japan deed de industriële productie het beter dan verwacht. Deze ondervond

nauwelijks hinder van de aardbeving in Kumamoto in april en de stijging van de yen. Intussen bleef de consumptie zwak, ondanks steeds verdere verkrapping op de arbeidsmarkt. De regering besloot de geplande btw-verhoging uit te stellen en heeft een fiscaal stimuleringspakket aangekondigd om de groei een impuls te geven. Omdat de fiscale en monetaire verruiming al behoorlijk op gang is, zullen extra maatregelen echter lagere marginale bijdragen leveren.

Wat de economische activiteit betreft, zijn de cijfers over de conjuncturele ontwikkeling globaal genomen positief. Dat wijst op een mogelijke minicyclus in de industriële sector, terwijl de inflatie laag is gebleven. In het bijzonder daalden de olieprijsen in juli met bijna USD 10 naar USD 40 per vat. Ook de prijzen van industriële producten zijn wereldwijd verder gedaald, terwijl de Amerikaanse dollar min of meer ongewijzigd bleef. De mondiale indicatoren die wij volgen geven niet meteen aanleiding tot grote wijzigingen. Dit suggereert dat de wereld economie in hetzelfde lage tempo blijft groeien, bij een nog altijd lage inflatie. Daarnaast maant de daling van de rente op overheidsobligaties tot voorzichtigheid.

Conclusie

De Brexit-schok is niet zo dramatisch geweest als werd gevreesd. We zagen dat de politieke stabiliteit in het VK snel herstelde, de economische gevolgen beperkt bleven tot Groot-Brittannië en de financiële markten zich behoorlijk veerkrachtig toonden. De rol van de instellingen, en dus hun geloofwaardigheid, was hierbij cruciaal. Over de hele wereld bleef de economische activiteit gematigd, met uitzondering van de Britse economie. In de VS lijkt een minicyclus in de industriële sector van de grond te komen. De mondiale indicatoren zijn echter niet wezenlijk veranderd en wijzen nog steeds op lage groei en lage inflatie. Al bij al blijven wij voorzichtig, maar genieten we van het verbeterende economische klimaat, zoals we ook van het zomerweer genieten.



Grafiek 5: BBP-groei in de eurozone

Auteur >>

Yves Longchamp, CFA

Head of Research

ETHENEA Independent Investors (Schweiz) AG



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, Arnaldo 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, 31.07.2016.