



ETHENEA
managing the Ethna Funds

Nr. 8 · augustus 2017

MARKTCOMMENTAAR



Zomerstilte en neushoorns

De zomermaand augustus zou eindelijk weer eens komkommertijd kunnen worden. De hele wereld is met vakantie en we zouden weer eens kunnen genieten van berichten over ontsnapte krokodillen in zwembijvers. Dat is allicht beter dan de berichten die we momenteel over ons heen krijgen.



Inhoud >>

Uitgave van 31 juli 2017

- >> [Zomerstilte en neushoorns](#)
- >> [Macro-economische vooruitzichten](#)

info@ethenea.be | ethenea.be



Zomerstilte en neushoorns

De zomermaand augustus zou eindelijk weer eens komkommertijd kunnen worden. De hele wereld is met vakantie en we zouden weer eens kunnen genieten van berichten over ontsnapte krokodillen in zwemvijvers.¹ Dat is allicht beter dan de berichten die we momenteel over ons heen krijgen.

De Amerikaanse president Donald Trump dringt opnieuw zijn plaats op in de krantenkoppen. Met zijn huidige, aanstootgevende beleid, gevuld met grove uitspraken en schandalen, heeft hij nog niets voor elkaar gekregen, ook al beweert hij het tegendeel. Zijn hervorming van de gezondheidszorg is op niets uitgelopen in de Senaat (met een Republikeinse meerderheid). Dit zal waarschijnlijk voor de komende jaren zo blijven en heeft ook zijn impact op de financiering van zijn geplande fiscale hervormingen. Dat maakt dat de 45ste president “vleugellam” (Eng. *lame duck*) lijkt. Zelfs de flinterdunne overwinning, behaald met de hulp van de doodzieke senator McCain, dat het debat over de hervorming van de gezondheidszorg ten miste wordt toegestaan, zal hoogstwaarschijnlijk niets veranderen aan de uitkomst.

De hele euforie op de kapitaalmarkt na de verkiezing van Donald Trump lijkt totaal in rook opgegaan. Trumps suggestie wat betreft zijn bevoegdheden voor het verlenen van gratie aan criminelen, met name die om ook zichzelf gratie te kunnen verlenen², komt daarnaast vreemd over. Zelfs *Tricky Dick* Nixon³ maakte het niet zo bont. Maar Trump lijkt zichzelf in vele opzichten te willen overtreffen. De zogenaamde alternatieve

feiten werden immers bedacht door zijn regering. Al lijkt hij het zelf ook niet zo nauw te nemen met de waarheid. De New York Times doet moeite om zijn leugens en onwaarheden uiterst nauwkeurig te registreren⁴. Buitengewoon interessante lectuur voor regenachtige zomerdagen. In elk geval staat de greenback sindsdien flink onder druk. De dollar is op weg om zijn, in de laatste jaren opgebouwde, winstmarge ten opzichte van de euro te verliezen – ondanks het nog altijd divergerende monetair beleid van de bevoegde centrale banken.

In Europa bereiken ons de meest uiteenlopende berichten over het succes, of beter gezegd het mislukken, van de brexit-onderhandelingen tussen de EU en het Verenigd Koninkrijk. De media zijn het er niet over eens of het nu uit arrogantie of uit onwetendheid is dat de Britten de onderhandelingen torpederen, maar foto's van de Europese delegatie rond Michel Barnier en de Britse delegatie rond David Davis spreken boekdelen⁵. Daarop zitten de Europeanen met hele stapel documenten voor zich, terwijl de Britse delegatie niet meer dan een balpen voor zich heeft liggen – minder dan 24 maanden voor een mogelijk harde brexit op 29.3.2019. De vraag is dan ook waarom de Britten zo ontspannen zijn?

¹ <http://www.tagesspiegel.de/weltspiegel/20-jahre-sammy-die-mutter-aller-krokodilmeldungen-im-sommerloch/10182952.html>

² <http://www.foxnews.com/politics/2017/07/24/can-trump-self-pardon-legal-experts-weigh-in.html>

³ <http://www.urbandictionary.com/define.php?term=Tricky%20Dick>

⁴ https://www.nytimes.com/interactive/2017/06/23/opinion/trumps-lies.html?_r=0&emc=edit_ty_20170721&nl=opinion-today&nid=79629818&te=1

⁵ <http://www.bild.de/politik/ausland/brexit/brexit-brite-verbluefft-in-bruessel-52574990.bild.html>

We kunnen ons niet helemaal aan de indruk onttrekken dat hier sprake is van een geval van onwetendheid, hoewel de Britse economie er momenteel duidelijk slechter voorstaat dan die in de eurozone. Initiatieven van brexit-tegenstanders om de brexit opnieuw ter discussie te stellen lijken (tot dusver) op niets uit te lopen, hoewel het ondertussen ook voor vele voorstanders duidelijk zou moeten zijn dat ze op zijn minst gedeeltelijk om de tuin geleid zijn^{6,7}.

Kijk maar naar het effect van de brexit op Euratom⁸. Theresa May lijkt Euratom niet echt in overweging te hebben genomen voordat ze op 29.3.2017 artikel 50 activeerde. Nu wordt stilaan duidelijk dat het instandhouden van de activiteiten van de 15 actieve kerncentrales in het Verenigd Koninkrijk mogelijkkerwijs op losse schroeven komt te staan, aangezien Euratom onder meer verantwoordelijk is voor de bewaking van de veiligheidsnormen voor kerncentrales in de EU. Het wegvallen daarvan zou de Britten dwingen om in 20 maanden tijd een eigen autoriteit met normen en personeel uit de grond te stampen, of om de kerncentrales stil te leggen, met alle gevolgen van dien voor de energievoorziening. Ook kankerpatiënten die chemotherapie krijgen moeten na het wegvallen van Euratom mogelijk uitkijken naar andere bronnen voor de vereiste radioactieve isotopen, omdat Euratom ook daarvoor verantwoordelijk is. Twee voorbeelden die in mijn ogen wijzen op de Britse onwetendheid en op het feit dat het sinds 1973 bestaande partnerschap met de EU (of de EEG) veel verder reikt dan velen zich kunnen voorstellen. Gewoon opstaan en weglopen zou voor het Verenigd Koninkrijk negatieve gevolgen hebben die nauwelijks te overzien zijn. We kunnen alleen maar hopen dat de Britse delegatie zich, anders dan de foto's doen vermoeden, toch intensief met de zaak bezighoudt.

Voor ons betekent dit dat je momenteel nauwelijks in het VK kunt beleggen omdat niet in te schatten is hoe ver de risico's strekken. Als het pond verder in waarde daalt, dan zou dat op

korte termijn positieve impulsen aan de Britse export kunnen geven. Maar op lange termijn zouden dan weer de redenen voor de koersdaling van de munt op de voorgrond treden. We proberen via valutaopties te profiteren van een verdere koersdaling van het pond.

In Duitsland werden we kort voor de zomerstille nog verrast door de kartelafspraken van de Duitse voormalige premiumautofabrikanten, met flinke koersdalingen voor de aandelen van Daimler, BMW en Volkswagen tot gevolg. Bij het schrijven van dit stuk, was evenwel nog niet te voorzien hoe verstrekkend de gevolgen daarvan zouden zijn. De kans is echter groot dat de gevolgen ergens tussen slecht en heel slecht liggen. Vooral omdat net bekend werd dat ook de Amerikaanse autoriteiten een gerechtelijk onderzoek starten, en die staan nu niet bepaald bekend om hun lage boetes. Het is afwachten.

Ondanks het slechte nieuws blijven de kapitaalmarkten weinig volatiel. Afgezien van de reeds vermelde greenback, zien we nauwelijks trends.

In elk geval verheugen we ons op de komkommertijd met eerder triviale nieuwsberichten over de verschillende dieren in onze zwemvijvers. We zouden graag beginnen met een grijze neushoorn. Onze chef-econoom Yves Longchamp zal hierover op de volgende pagina's verder uitweiden.



Auteurs >>

Guido Barthels
Portfoliomanager
ETHENEA Independent
Investors S.A.

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

⁶ <http://www.independent.co.uk/voices/brexit-eu-negotiator-europe-auratom-airline-safety-negotiations-theresa-may-worse-anyone-guessed-a7858586.html>

⁷ <http://www.dailyrecord.co.uk/news/politics/former-celtic-director-warns-british-10824361>

⁸ <http://thebulletin.org/what-auratom-and-why-has-it-emerged-brexit-battleground10969>

Macro-economische vooruitzichten >>

De grijze neushoorn

Tijdens de traditionele militaire parade op de Franse nationale feestdag vierden Emmanuel Macron en Donald Trump op 14 juli op de Champs-Élysées de Frans-Amerikaanse vriendschap. De parade in de lichtstad drong echter een veel belangrijkere gebeurtenis naar de achtergrond, die tegelijkertijd plaatsvond aan de andere kant van de aardbol. In het door smog verstikte Peking nam de Chinese president Xi Jinping deel aan de National Financial Work Conference. Het is een conferentie achter gesloten deuren, waarin om de vijf jaar de koers van de financiële hervormingen in China wordt uitgestippeld.

In de Chinese hoofdstad stond noch de prachtig gekleurde Gallische haan, noch de trotse Amerikaanse witkopzeearend in het middelpunt, maar de bedreiging door een ander wezen: de grijze neushoorn.

In de financiële mythologie spelen slechts weinig dieren een rol. De bekendste daarvan zijn de stier en de beer, die respectievelijk symbool staan voor opwaartse en neerwaartse trends op de markt. Dankzij het wereldwijde hoogtij voor startups is de laatste tijd ook de eenhoorn heel populair geworden. Enkele jaren geleden kreeg ook de zwarte zwaan een plaatsje in het mythologische bestiarium. Dit fabelachtige wezen werd beschreven door Nassim Nicholas Taleb in zijn bestseller „De zwarte zwaan: de macht van hoogst onwaarschijnlijke gebeurtenissen“⁹, die slechts enkele maanden voor het uitbreken van de financiële crisis in 2007 verscheen. Volgens de definitie van Taleb is een zwarte zwaan een zeldzame en niet te voorspellen gebeurtenis, die alle waarnemers totaal verrast.

In tegenstelling tot gebeurtenissen van het type “zwarte zwaan”, die zich onverwacht voordoen, is een grijze neushoorn een zeer waarschijnlijke gebeurtenis met enorme gevolgen, maar waarvan het potentiële gevaar desondanks verwaarloosd wordt. Het is dus een combinatie van de Engelse metafoor voor de “olifant in de kamer” (een overduidelijk probleem dat door iedereen genegeerd wordt) en de onwaarschijnlijke en onvoorspelbare zwarte zwaan. “Grijze neushoorns zijn geen toevallige verrassingen, maar manifesteren zich na een reeks waarschuwingen en zichtbare signalen”¹⁰, schrijft Michele Wucker, auteur van het boek “The Gray Rhino: How to Recognize and Act on the Obvious Dangers we Ignore”¹¹.

De neushoorn is in China al lang uitgestorven.¹² Waarom wekt de Chinese president hem dan weer tot leven?

De wereldwijde financiële crisis en de aansluitende grote recessie hebben de wereldeconomie een volledig nieuw aanzien gegeven. In China hebben deze gebeurtenissen geleid tot drastische veranderingen van de economische prestaties. Tussen 2007 en 2016 is de groei van het bbp er van 14,2% tot 6,7% gehalveerd. De schuldenlast¹³ schoot de hoogte in van circa 150% van het bbp tot een record van 257%. Dat gebeurde in eerste instantie door de groeiende hefboomfinanciering van de bedrijven in de niet-financiële sector, die sinds de crisis te maken heeft met overcapaciteit. Bovendien nam het aantal dubieuze leningen toe, ook al is deze trend niet terug te vinden in de officiële cijfers. De schuldendienst (het percentage van het inkomen dat gebruikt wordt voor renteaflossing en herfinanciering) steeg in dezelfde periode van 13,4% tot meer dan 20%. De deviezenreserves van de People’s Bank of China (PBoC) – die vóór de financiële crisis gestaag stegen, gelijktijdig met de sterke instroom van financieel kapitaal naar China, – zijn echter fors gedaald. De kapitaaluitstroom verminderde het laatste jaar alleen omdat deze door de Chinese regering aan banden gelegd werd. De renminbi, die vóór de crisis geleidelijk aan waarde gewonnen had, staat nu onder depreciatiedruk. De vastgoedprijzen stijgen bliksemsnel en eigen woningen worden steeds vaker met vreemd vermogen gefinancierd. Het Chinese systeem van schaduwbanken en de wildgroei van vermogensbeheerproducten – die dienen voor de financiering van verschillende beleggingen buiten de balans – maken het moeilijk, zometer onmogelijk om de financiële risico’s te bewaken.

Door de groeiende onevenwichtigheden hebben de Chinese kerncijfers zich in de laatste tien jaar in snel tempo verslechterd. Dat blijkt zowel in de binnenlandse economie (grote schuldenlast en hoge vastgoedprijzen), als op internationaal niveau (daling van de deviezenreserves, depreciatiedruk op de renminbi en kapitaaluitstromen). In de woorden van Michele Wucker betreft het hier een “reeks zichtbare tekenen”, die duidelijk naar voren komen uit de genoemde drastische verandering van de Chinese economische prestaties. Als eerste “waarschuwingssignaal” daalde de S&P 500 met 15% na de depreciatie van de yuan en de daaropvolgende koersdaling op de beurzen in China in januari 2016 - de spreekwoordelijke kanarie in de steenkoolmijn. De officiële bekentenis van

president Xi Jinping dat de financiële sector blootgesteld is aan systeemrisico's en behoefte heeft aan beter toezicht en reglementering, komt precies overeen met de definitie van een grijze neushoorn volgens Michele Wucker.

Wanneer een dergelijk monster dichterbij komt, moeten de politieke besluitvormers zich op het ergste voorbereiden en tegelijkertijd trachten het fenomeen onder controle te houden. Om die reden heeft de PBoC onder meer de korte rente opgetrokken. Tot op zekere hoogte lijkt deze maatregel succesvol te zijn, want de schuldenlast van de bedrijven in de niet-financiële sector in verhouding tot het bbp bleef de laatste vier kwartalen stabiel, nadat deze in de voorgaande jaren fors gestegen was.

De National Financial Work Conference eindigde met het oprichten van een besluitvormingsorgaan, dat snel en kordaat moet optreden wanneer er gevaar dreigt, en de bestaande regelgeving moet harmoniseren. De PBoC, de China Securities Regulatory Commission (CSRC), de China Bank Regulatory Commission (CBRC) en de China Insurance Regulatory Commission (CIRC) moeten samengevoegd worden tot één autoriteit. Met dit nieuwe orgaan, het State Council Financial Stability Development Committee, dat rechtstreeks onder toezicht staat van de staatsraad, wil het land een vereenvoudigd instrument voor de bewaking van het systeemrisico creëren. In dat verband krijgt de centrale bank meer bevoegdheden.

Welke werkwijze de nieuwe autoriteit wil hanteren en wie haar zal leiden, werd nog niet bekendgemaakt. De huidige gouverneur van de PBoC, Zhou Xiaochuan, zal vermoedelijk over enkele maanden met pensioen gaan. Het nieuwe hoofd van de PBoC zal zich waarschijnlijk vooral concentreren op financiële stabiliteit. De Communistische Partij van China zal tijdens haar 19de partijdag dit najaar de strategische koers aangeven die China de komende vijf jaar zal volgen. Eén van de doelstellingen zal daarbij vanzelfsprekend financiële stabiliteit zijn.

Het blijft maar te hopen dat China in de nabije toekomst van "grijze neushoorns" gespaard blijft. De regering is zich in elk geval bewust van het gevaar en neemt momenteel concrete maatregelen om dit af te wenden. Ondertussen zullen we de gebeurtenissen zorgvuldig in het oog houden en ons daarbij zowel op zichtbare tekenen als op waarschuwingssignalen baseren.

Auteurs >>

Yves Longchamp, CFA

Head of Research

ETHENEA Independent Investors (Schweiz) AG

⁹ [https://de.wikipedia.org/wiki/Der_Schwarze_Schwan_\(Nassim_Nicholas_Taleb\)](https://de.wikipedia.org/wiki/Der_Schwarze_Schwan_(Nassim_Nicholas_Taleb))

¹⁰ <http://wucker.com/writing/the-gray-rhino/>

¹¹ https://en.wikipedia.org/wiki/Michele_Wucker

¹² https://en.wikipedia.org/wiki/Rhinoceroses_in_ancient_China

¹³ Schuldenlast in de niet-financiële sector (gezinnen, bedrijven uit de niet-financiële sector en overheid).



>> Wilt u video's van ons Head of Research bekijken?

Die vindt u in de rubriek **Video** op onze website.
ethenea.com/goto/videos



Uitgever >>

Het portefeuillemanagementteam en het Head of Research



Zittend (van links naar rechts): Daniel Stefanetti, Guido Barthels, Luca Pesarini, Arnoldo Valsangiacomo, Christian Schmitt, Peter Steffen; *Staannd (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 op de foto*).

Contact >>

Voor eventuele vragen of suggesties kunt u altijd contact met ons opnemen.

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

>> Wilt u video's van ons Head of Research bekijken?



Die vindt u in de rubriek **Video** op onze website.

ethenea.com/goto/videos

Belangrijke aanwijzing >>

De in dit Marktcommentaar beschreven beleggingsfondsen zijn Luxemburgse beleggingsfondsen (Fonds Commun de Placement) die in overeenstemming met Deel I van de Luxemburgse wet van 17 december 2010 betreffende instellingen voor collectieve belegging in effecten (de "Wet van 17 december 2010") voor onbepaalde duur opgericht werden. 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. Aandelen in het fonds worden uitsluitend op basis van de wettelijk verplichte verkoopdocumenten (essentiële beleggersinformatie, verkoopprospectussen en jaarverslagen) gekocht, die kosteloos in het Engels te verkrijgen zijn bij de fondsbeheerder ETHENEA Independent Investors S.A., 16 rue Gabriel Lippmann, L-5365 Munsbach, Groothertogdom Luxemburg, en bij diens vertegenwoordiger in Zwitserland: IPConcept (Schweiz) AG, In Gassen 6, Postfach, CH-8022 Zürich. Het betaalkantoor in Zwitserland is DZ PRIVATBANK (Schweiz) AG, Münsterhof 12, Postfach, CH-8022 Zürich. Alle hier gepubliceerde informatie is louter een productbeschrijving. Het is geen beleggingsadvies, geen aanbod tot het sluiten van een contract over het geven van advies of informatie, noch een uitnodiging of aanbieding om effecten te kopen of te verkopen. De inhoud is na zorgvuldig onderzoek tot stand gekomen en met de grootste zorg samengesteld en gecontroleerd. Over de juistheid, de volledigheid en de nauwkeurigheid kan geen garantie gegeven worden. Munsbach, 31 juli 2017.