



MARKTKOMMENTAR



De greenback komt onder water te staan! Of niet?

In het huidige geopolitieke klimaat zien we iets vreemds: de toegenomen risico's zouden eigenlijk tot stijgende prijzen voor de "safe haven"-beleggingen moeten leiden, maar de US-dollar doet precies het tegenovergestelde terwijl de euro juist in waarde stijgt. Er wordt met spanning uitgekeken naar de beslissingen van de Fed en de ECB, want deze kunnen een grote invloed op de wisselkoers hebben.



Inhoud >>

Editie van 31 augustus 2017

- >> [De grenzen van de "sweet spot"](#)
- >> [Macro-economische vooruitzichten](#)



De greenback komt onder water te staan! Of niet?

In het huidige geopolitieke klimaat zien we iets vreemds: de toegenomen risico's zouden eigenlijk tot stijgende prijzen voor de "safe haven"-beleggingen moeten leiden, maar de US-dollar doet precies het tegenovergestelde terwijl de euro juist in waarde stijgt. Er wordt met spanning uitgekeken naar de beslissingen van de Fed en de ECB, want deze kunnen een grote invloed op de wisselkoers hebben.

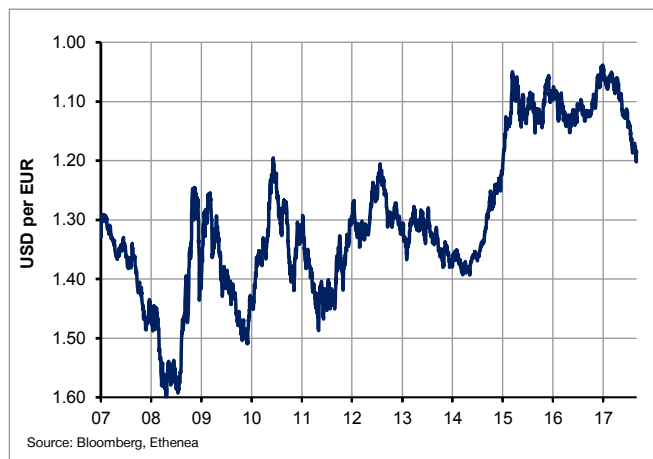
Dat de Amerikaanse dollar natte voeten krijgt, komt niet door de orkaan Harvey die eind augustus delen van Texas en Louisiana teisterde. De beelden uit Houston, waar straten en huizen blank stonden, waren afschuwelijk om te zien. Geschat wordt dat het zuiden van Texas door Harvey in die eerste paar dagen meer dan 80 miljard kubieke meter neerslag te verduren kreeg - en toen regende het nog steeds. Dat is ongeveer evenveel water als er gemiddeld in 400 dagen door de Rijn naar de Noordzee stroomt. Laten we hopen dat president Trump door deze beelden beseft dat de klimaatverandering wel degelijk een feit is en hij zich misschien toch nog achter het akkoord van Parijs schaart.

Het lijkt wel of de wereld momenteel wordt geregeerd door twee egomanen: een dik jongetje dat met raketten speelt en een oudere man met oranje haar, die meestal eerst twittert en dan pas nadenkt... Een explosieve combinatie. Ook hier kunnen we alleen maar hopen dat het allemaal goed afloopt.

De tot dusver laatste rakettest van Noord-Korea heeft echter wel een ongebruikelijk verschijnsel teweeggebracht. Meestal gaan oplopende geopolitieke risico's gepaard met een prijsdaling van risicovolle beleggingen zoals aandelen en high yield obligaties, en een prijsstijging van beleggingen die als veilig te boek staan zoals staatsobligaties, goud, de Zwitserse frank en de Amerikaanse dollar. Let wel: meestal! Dit keer echter klopte alles, behalve de beweging van de dollar. Niet omdat die uitbleef, maar omdat die de andere kant opging, alsof beleggers de Amerikaanse valuta als een risicovolle belegging zagen - wat misschien ook wel klopt als je denkt aan de zittende president.

Eerlijkheidshalve moet worden gezegd dat de USD niet alleen, maar toch vooral ten opzichte van de verguisde EUR sterk in waarde daalde. Dit is weergegeven in grafiek 1, waarin we kunnen zien dat het verschil tussen de tot dusver hoogste (1,0340) en laagste koers (1,2071) ruim 16 % bedraagt.

Tegelijkertijd kan uit deze grafiek echter ook worden geconcludeerd dat de koers met deze beweging naar zijn "oude" bandbreedte van 1,20 tot 1,40 lijkt terug te keren. Dat lijken intussen veel marktanalisten te geloven – vaak dezelfde lieden die een paar maanden geleden nog over wisselkoersen onder pariteit fantaseerden.



Grafiek 1: Ontwikkeling van de EUR/USD-koers (geïnverteerd)

Om te bepalen of we nu met een *waardedaling* van de USD of een *waardestijging* van de EUR te maken hebben, moeten we kijken naar grafiek 2, die de ontwikkeling van de zogeheten handelsgewogen dollar weergeeft zoals berekend en gepubliceerd door de Amerikaanse centrale bank. De gedachte hierachter is dat een land nu eenmaal met meer dan één valutazone goederen en diensten uitwisselt. Om het potentiële positieve effect van een depreciatie of het negatieve effect van een appreciatie te bepalen, worden de wisselkoerswinsten en -verliezen ten opzichte van de valuta's van alle handelspartners berekend en wordt deze verandering gewogen naar het volume van de handel met de desbetreffende handelspartners. Uit grafiek 2 blijkt dat de handelsgewogen USD ook dit jaar circa 10 % in waarde is gedaald.



Grafiek 2: Ontwikkeling van de handelsgewogen USD

Grafiek 3 tot slot toont de waardeverandering van de EUR ten opzichte van een groot aantal valuta's sinds begin dit jaar. Als basis voor de berekening dienen de slotkoersen van de desbetreffende valuta's. Op enkele uitzonderingen na is de EUR ten opzichte van de andere valuta's in waarde gestegen.

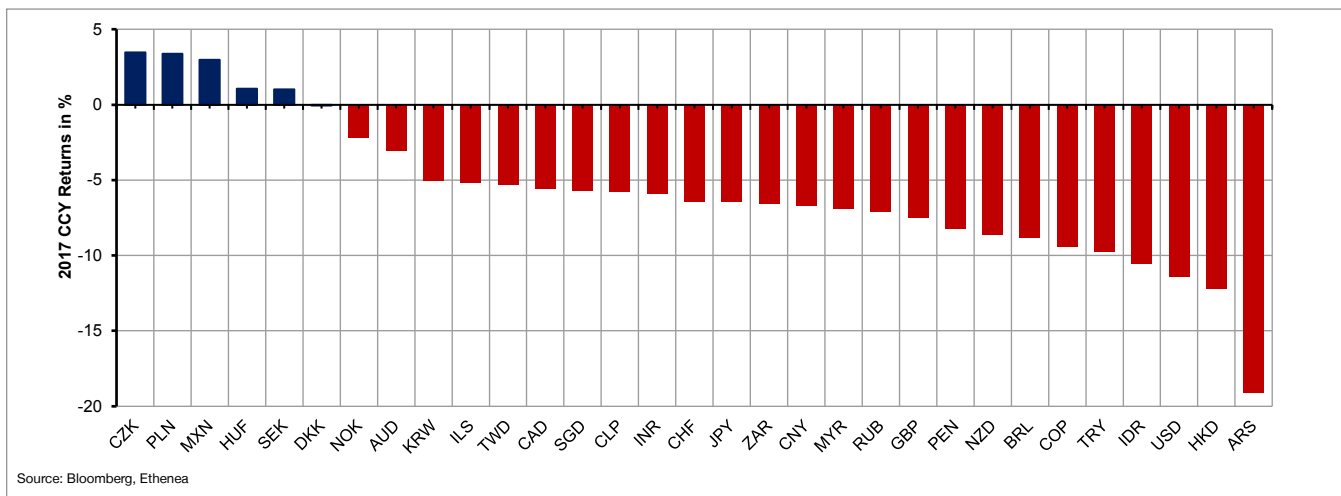
Het ligt voor de hand dat het hierbij gaat om een (gedeeltelijke) correctie van de onderwaardering van de EUR die nog uit de tijd van de eurocrisis stamt. De verandering van de EUR/USD-koers is zodoende een combinatie van een correctie van de overwaardering van de USD die het gevolg was van de euforie kort na de verkiezing van Trump, en een correctie van de onderwaardering van de EUR. Daarmee is het wat ons betreft echter geen uitgemaakte zaak dat we eerstdaags weer een EUR/USD-koers van 1,25 en hoger zullen zien! Er zijn namelijk nog risico's genoeg. Per slot van rekening is Donald Trump nog steeds president van de VS en als geen ander goed voor een (misschien een keer positieve) verrassing. Bovendien zijn de hoge schulden van Griekenland, Italië of Frankrijk niet opeens verdwenen, maar drukken ze nog steeds op de overheidsfinanciën van die landen. Zodoende kan de EUR-vertrouwenscrisis op elk moment weer toeslaan en daarmee een fikse domper op de huidige euro-euforie zetten.

En er zijn nog meer risico's, zoals Yves Longchamp in het macro-deel van de Marktkommentaar uiteenzet. Eén risico willen wij hier echter nog noemen. Terwijl veel beleggers in maart van dit jaar nog aannamen dat de Amerikaanse centrale bank de rente in september en december verder zou verhogen, wordt de kans dat de Fed de rente op haar eerstvolgende vergadering op 20 september ongewijzigd laat, nu op bijna 100 % geschat! (zie grafiek 4).

Je hoeft echt geen scepticus te zijn om dat overdreven te vinden. Alleen in het - toegegeven - onwaarschijnlijke geval dat de Fed anders beslist, zou de dollar weer aan kracht kunnen winnen en zijn vermeende daling kunnen stuiten. Wij verwachten bij de volgende vergadering ook geen renteverandering, maar wel een aankondiging dat de Fed in oktober begint met de geleidelijke afbouw van haar sterk opgeblazen balans.

Ook de ECB staat onder druk om iets te doen. Het beleidscomité moet zich buigen over de vraag of, dan wel hoe, het opkoopprogramma voor obligaties wordt voortgezet. De beslissing die hier genomen wordt en de manier waarop de markt deze interpreteert, kunnen een aanzienlijke invloed op de wisselkoers hebben.

Zoals u van ons gewend bent, streven wij ernaar de kapitaalallocatie op een wat genuanceerdere manier aan te pakken en niet alleen digitaal te denken en handelen. Valutabewegingen, die vrijwel nooit in slechts een richting verlopen, scheppen bijvoorbeeld de mogelijkheid om door middel van valutaopties zowel rendement te genereren als de rendementsschommelingen te beperken: precies wat wij als onze taak zien.



Grafiek 3: Waardeverandering van de valuta's ten opzichte van de EUR



Grafiek 4: Impliciete waarschijnlijkheid van “geen renteverandering” door de Fed op haar vergadering van 20 september 2017



Auteurs >>

Guido Barthels
 Portefeuillebeheerder
 ETHENEA Independent
 Investors S.A.

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

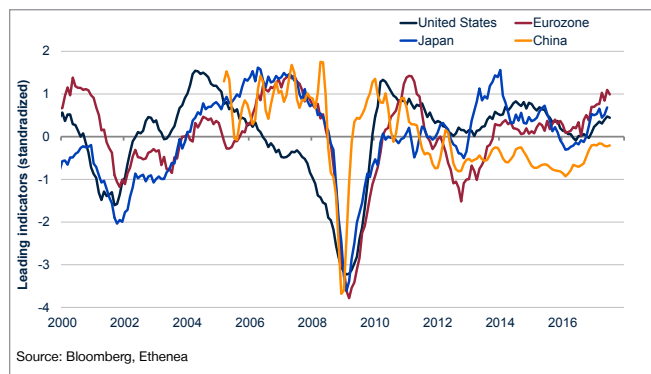
Macro-economische vooruitzichten >>

De grenzen van de “sweet spot”

Ons macro-economische scenario is deze zomer nauwelijks veranderd. De conjunctuercijfers duiden op een aanhoudende groei, die wordt ondersteund door een groot beleggersvertrouwen en een zeer lage stand van de VIX, ook wel bekend als de angstindex. Dat mag gerust een “sweet spot” worden genoemd, een optimale situatie.

In deze editie willen we onze positieve vooruitzichten bevestigen en onze aandacht richten op de vijf risico's die het totaalbeeld op elk moment volledig kunnen veranderen.

In grafiek 5 wijzen alle voorlopende economische indicatoren in de vier grootste economieën – die circa 57 % van het wereldwijde bbp vertegenwoordigen – op aanhoudende groei¹. Men kan duidelijk zien dat de eurozone de komende tijd de sterkste groei tegemoet gaat, gevolgd door Japan, de VS en ten slotte China. Dat is misschien verrassend, aangezien de groei van de eurozone slechts een derde van die van China bedraagt. Dat is inderdaad waar, maar wat voor ons in dit verband de doorslag geeft, is het grote verschil in groeipotentieel tussen beide regio's. Anders gezegd, de groei in de eurozone is sterker dan normaal gesproken te verwachten is en versnelt, terwijl de Chinese groei bijna, zij het niet geheel, overeenkomt met zijn potentieel en stabiel is. Dit duidt op een

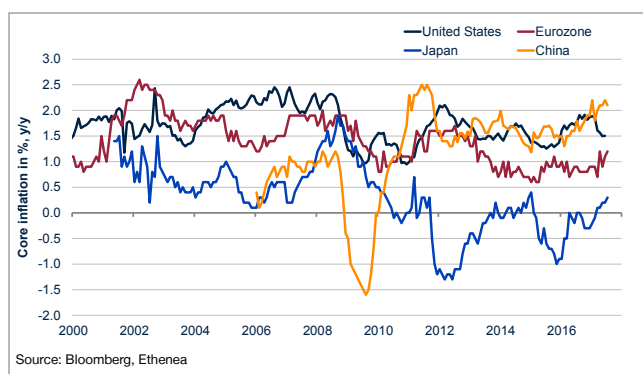


Grafiek 5: Voorlopende indicatoren wijzen op verdere groei²

geleidelijke verzwakking van de Chinese conjunctuur, ofwel: een zachte landing.

Wat een contrast met de situatie van begin 2016, toen alle signalen op een harde landing wezen en de aandelenmarkten wereldwijd inzakten.

De inflatie van de consumentenprijzen is wereldwijd gestabiliseerd, terwijl de kerninflatie, de maatstaf die geen rekening houdt met de twee volatiele componenten levensmiddelen en energie, in enkele landen licht gestegen is. Het deflatierisico is daarmee dus van het toneel verdwenen en ook de inflatie is niet teruggekeerd, zoals te zien is in figuur 6. Dit betekent dat het macro-economische kader ruimte biedt voor een normalisering van het monetaire beleid. Wij gaan ervan uit dat zowel de Amerikaanse als de Europese centrale bank deze maand duidelijkheid zullen geven over hun standpunt ten aanzien van deze onderwerpen. De Fed zal waarschijnlijk bekendmaken wanneer ze gaat beginnen met de verkorting van haar balans³, terwijl de ECB vermoedelijk zal laten weten op welke manier ze de omvang van het Europese obligatie-opkoopprogramma denkt af te bouwen⁴. Op basis van de jongste notulen van de beide centrale banken zijn wij ervan overtuigd dat de aanstaande monetaire normalisering zeer geleidelijk zal verlopen en niet tot een ongecontroleerde stijging van de lange rentes zal leiden, al ligt het voor de hand dat ze omhoog zullen gaan.



Grafiek 6: Kerninflatie binnen de comfortzone van de centrale banken

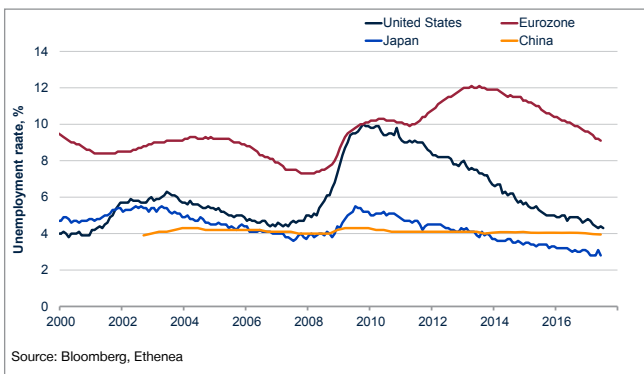
¹ NB: wij hebben de voorlopende indicatoren *gestandaardiseerd*, zowel om een rechtstreekse vergelijking mogelijk te maken als om de huidige groeicijfers te kunnen vergelijken met die in het verleden.

² Bronnen: de voorlopende indicatoren van het Amerikaanse onderzoeksinstituut “The Conference Board”; de index voor het bedrijfsklimaat van de Europese Commissie (eurozone); de “New Composite Index of Business Cycle Indicator” (nieuwe samengestelde index van de conjunctuurindicator) van het Japanse Instituut voor Economisch en Sociaal Onderzoek; en de inkoopmanagersindex van de Chinese Federatie voor Inkoop en Logistiek.

³ De Fed heeft de details van haar plannen inmiddels bekend gemaakt. Dit thema werd reeds besproken in de macro-economische vooruitzichten van juli 2017 (http://www.ethenea.be/pdf/2398_MK-201707-NL-BE.pdf).

⁴ Ook in de editie van juli 2016 schreven wij hierover, en toonden aan dat de ECB haar opkoopprogramma in het beste geval rond Kerstmis 2017 zal moeten beëindigen omdat er niet voldoende Duitse staatsobligaties beschikbaar zijn (http://www.ethenea.be/pdf/2398_MK-201607-NL-BE.pdf).

En tot slot vertonen ook de werkloosheidscijfers in alle kapitalistische economieën die wij volgen, een dalende lijn. Wat betreft de vlakke oranje lijn in figuur 7, die voor het communistische China staat, is ons niet duidelijk wat deze betekent. In Japan en de VS staan de werkloosheidscijfers vrijwel op hun laagste punt van deze eeuw, wat de vraag oproept in welke fase de conjunctuurcyclus zich bevindt. We hebben deze vraag enkele maanden geleden beantwoord en uitgelegd dat de Amerikaanse economie zich in een vergevorderd stadium van de cyclus bevindt⁵, maar dat er voorlopig nog geen reden tot zorg is. Al bij al valt uit de jongste conjunctuurcijfers op te maken dat de wereldeconomie een “sweet spot” heeft bereikt en dat niets erop wijst dat deze fase zijn einde nadert. Daar zijn we natuurlijk blij mee, maar er zal ooit een einde komen aan deze situatie en daarop moeten we ons voorbereiden. Er zijn vijf risicofactoren die we nauwlettend in de gaten houden. Volgens onze analyse zou een verslechtering van een van deze factoren de conjunctuurvooruitzichten en daarmee ook het beleggingsklimaat drastisch kunnen veranderen.



Grafiek 7: Het werkloosheidscijfer loopt terug

Ten eerste: tegenvallende voorlopende indicatoren zouden twijfels kunnen veroorzaken over de fase waarin de conjunctuurcyclus zich bevindt. In de VS zou dat kunnen betekenen dat de werkloosheid toeneemt en dat de consumentenbestedingen, bij uitstek de aanjager van het herstel, afnemen. In Europa zou het akelige vragen in herinnering kunnen roepen, zoals wat voor soort begrotingsbeleid Europese landen met hoge schulden kunnen voeren en wat de ECB dan nog zou kunnen doen. In China zouden speculaties over een harde landing en een grootschalige schuldenafbouw het beleggersvertrouwen weer kunnen aantasten.

Ten tweede: als de inflatie verder zou stijgen tot boven het streefniveau van de centrale banken, zouden deze worden

gedwongen snel te reageren en de rente sneller te verhogen dan nu wordt verwacht. Gezien de ongekend hoge wereldwijde schuldenlast zouden gezinnen, bedrijven en staten hierdoor onvermijdelijk onder druk komen te staan. Ook zou het automatisch tot een forse correctie op de obligatie- en aandelenmarkten leiden.

Ten derde: als de rentecurve om andere redenen dan de inflatie omhoog zou schuiven – bijvoorbeeld een te snelle normalisatie van het monetaire beleid, een afnemend vertrouwen in de centrale banken, een abrupte valutadepreciatie, een politieke (denk maar aan de VS en zijn president) of geopolitieke schok – zou dat dezelfde gevolgen hebben als beschreven in de vorige alinea.

Vervolgens zou een verslechtering van de Chinese kredietcyclusernstige negatieve gevolgen voor het totale financiële systeem kunnen hebben⁶. De vastgoedprijzen zouden kelderden, niet-financiële bedrijven met hoge schulden zouden gedwongen worden hun schulden af te bouwen en de valuta zou onder druk komen staan. Daarbij zouden de kwetsbaarheden in zowel het traditionele banksysteem als het officieuze schaduwbanksysteem voelbaar worden. En natuurlijk zouden ook de wereldeconomie en de wereldwijde financiële markten worden getroffen.

Tot slot: een verdere verzwakking van de kredietimpuls, ofwel de stijging van het aantal nieuwe kredieten, zou het einde van de reeds zwakke investeringscyclus inluiden. In Europa en de VS loopt de impuls al terug, maar houden de investeringen goed stand. Een verdere achteruitgang zou het verwachte begin van de volgende recessie onmiskenbaar dichterbij brengen – een uitkomst die niet optimistisch stemt. Maar ondanks een wolkje hier en daar stellen de jongste conjunctuurcijfers voor de komende tijd opnieuw behoorlijk gunstige omstandigheden in het vooruitzicht. Daarmee zitten we zeker in een “sweet spot”, maar de vijf genoemde risico's kunnen hier sneller dan verwacht een einde aan maken. We volgen de ontwikkelingen op deze gebieden dan ook op de voet.

Auteurs >>

Yves Longchamp, CFA

Head of Research

ETHENEA Independent Investors (Schweiz) AG

⁵ De geïnteresseerde lezer wordt verwezen naar de editie april 2017 van onze macro-economische vooruitzichten, waarin we uitvoerig op dit onderwerp ingaan (http://www.ethenea.be/pdf/5024000006_MK-201704-NL-BE.pdf).

⁶ Dit thema bespraken wij in de vorige editie van onze macro-economische vooruitzichten (augustus 2017) over grijze neushoorns (http://www.ethenea.be/pdf/2398_MK-201708-NL-BE.pdf).



> 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

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, 31.8.2016.