



# DE BULLMARKT VAN DE DOLLAR LIJKT TEN EINDE

Door Harry Geels

Jens Søndergaard is econoom bij Capital Group. Tijdens het seminar *The Opportunities in Alternative Fixed Income in a Low Yielding Environment* van Financial Investigator gaf Søndergaard een presentatie over de kansen en risico's in de wereld aan de hand van de financiële cyclus, een zelden door beursanalisten gebruikte indicator. Volgens Søndergaard is dat een gemiste kans.

**Er wordt wel eens gezegd dat de hoge schuldenniveaus in de wereld een bedreiging zijn voor de economische groei met alle mogelijk negatieve implicaties van dien. U heeft een iets genuanceerdere mening.**

'Een van de grootste omissies van veel macro-economische modellen komt voort uit de ontkenning dat schuld belangrijk is voor groei. Dat kwam vooral naar buiten tijdens de aanloop naar de kredietcrisis. Er werd toen weinig aandacht besteed aan de steeds grotere 'leverage' die in het systeem werd opgebouwd. Economen vroegen zich niet af waarom schuld niveaus stegen en wat de impact daarvan was op de reële economie. Nog steeds kennen economen die relaties tussen schuld en groei niet goed. Diverse delen van de wereld zijn nu aan het 'deleveragen', maar de impact hiervan kunnen we nog steeds niet inschatten. De macro-economie is volgens mij te veel geobsedeerd geweest door grootheden als inflatie en groei. Vraagstukken als waarom mensen lenen, wanneer ze weer terug willen betalen of hoe schuld niveaus in de economie worden verdeeld, worden veel minder bestudeerd. Er zijn wel studies over overheidsschuld en wanneer de kans toeneemt dat een overheid in 'default' gaat. Maar er zijn hoegenaamd geen onderzoeken over de

**Een van de grootste omissies van veel macro-economische modellen komt voort uit de ontkenning dat schuld belangrijk is voor groei.**

private sector: waarom durven mensen en bedrijven zich in de ene periode flink in de schulden te steken en daarna juist weer niet?'

**Is de relatie tussen schuld en groei eigenlijk niet simpel: meer schuld zorgt voor meer groei, minder schuld voor minder groei?**

'Dat is te kort door de bocht. Als een schuldenaar terugbetaalt, krijgt de schuldeiser weer meer vermogen om uit te geven of weer uit te lenen. Wat we in de jaren na de kredietcrisis hebben gezien is dat de private sector, vooral bedrijven, schulden afbouwde, maar dat die geldstromen vervolgens terecht kwamen bij de overheden. Dit sluit aan bij mijn eerder gemaakte punt: hoe is schuld verdeeld, hoe verandert die verdeling in de tijd, met welke gevolgen voor de economische groei? Hier is nog steeds te weinig over bekend.'

**Hoe komt het dat macro-economen dit niet onderzoeken?**

'Ten eerste is het moeilijk. Veel macro-economische modellen gaan ervan uit dat er een gemiddelde consument en een gemiddeld bedrijf is. De gedragingen hiervan worden in het model gestopt. Maar dat is niet correct, want er zijn vele soorten consumenten en bedrijven. Ten tweede zien we regionale verschillen in de relatie tussen schuld niveaus en groei. Sommige landen groeien hard zonder hoge schuld-niveaus, andere groeien matig met hoge schuld-niveaus. Eerlijk is eerlijk: het is ook lastig hier de vinger op te leggen. Ik zie mijzelf als econoom, als iemand die patronen tracht te zien in data en daaruit conclusies probeert te

## **Ik denk niet dat de VS de rente agressief gaat verhogen. De wereld zit in een lastige balanceeract en daarbij kan het geen agressief verkrappend Amerikaans monetair beleid gebruiken.**

trekken voor de economie en beleggingscategorieën. Als schot voor de boeg: voor mij zijn niet de absolute schuld niveaus, maar de schuld groei en de kantelpunten daarin belangrijk.'

### **En daarvoor gebruikt u de financiële cyclus? Op welke wijze?**

'Kort gezegd geeft de financiële cyclus de interactie weer tussen de ontwikkeling van huizenprijzen en private krediet groei. Het concept is niet door mij bedacht. Het wordt toegepast door monetaire economen bij centrale banken en de Bank of International Settlements (BIS) en is reeds enige decennia geleden verschenen in de academische literatuur. Het klopt dat er door de huidige financiële gemeenschap niet veel over geschreven wordt. Ik heb het concept recent weer opgepakt omdat het interessante inzichten geeft die belangrijk zijn voor de economische groei en de koersontwikkeling van beleggingscategorieën en valuta's. Vooral de draaipunten van de financiële cyclus zijn interessant. De top vormt zich vaak vóór een recessie en de bodem vaak aan het begin van een nieuwe economische



CV

Jens Søndergaard, PhD, is econoom bij Capital Group met focus op het VK. Hiervoor werkte hij onder andere als Senior Econoom bij de Bank of England. Tevens was hij Senior Econoom Europa bij Nomura International.

bloei periode. Het concept moet onderscheiden worden van de veel bekendere business cycle die meer een weergave is van de economische conjunctuur. De financiële cyclus is een veel tragere cyclus omdat de trends in de ontwikkelingen van huizenprijzen en krediet groei veel stabiel en langduriger zijn. De draaipunten in de financiële cyclus komen minder vaak voor en geven daarom belangrijke langetermijnsignalen. In de Amerikaanse financiële cyclus zat bijvoorbeeld tussen de laatste twee tops een periode van 18 jaar. En het tijdsbeslag tussen de laatste top en bodem bedroeg 7 jaar. Hoe meer ik naar deze cycli kijk, hoe meer ik ervan overtuigd ben dat ze een belangrijke rol spelen. De wijze waarop de BIS de financiële cyclus construeert, is overigens nog steeds onderwerp van discussie. Dat erkennen we ook. We laten de academische discussie over de precieze formule aan ons voorbijgaan. We doen veel onderzoek naar de relatie van het verloop van de financiële cyclus en de koersontwikkelingen van aandelen, obligaties en valuta's en dat ook nog voor verschillende landen. Dit is onze bijdrage aan de theorie van de financiële cyclus.'

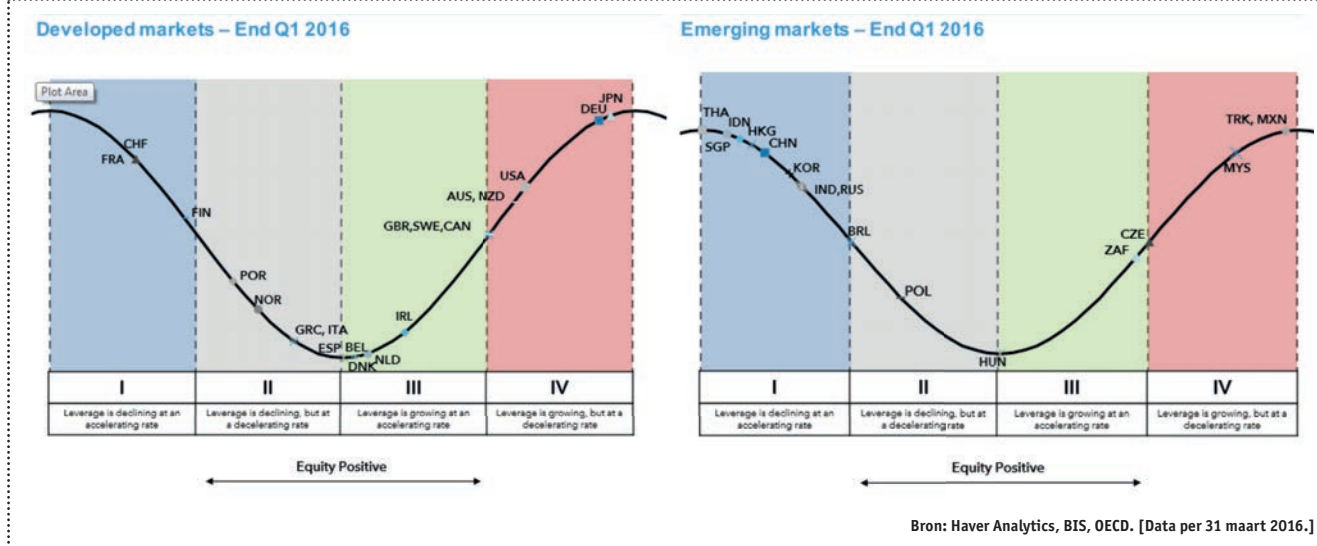
### **Wat was de conclusie van het onderzoek naar de relatie tussen de financiële cyclus en de koersen?**

'We onderscheiden vier fasen in de financiële cyclus. De eerste fase betreft de eerste neergang na een top: krediet groei neemt flink af, huizenprijzen dalen scherp. De tweede fase betreft het tweede deel van de neergang waarin de cyclus doorgaans minder hard daalt. Daarna krijgen we de kanteling en fase 3 en 4. Wat we zien is dat de opgaande cyclus vaak langer loopt en dat fases 3 en 4 elkaar kunnen afwisselen. Fase 4 vindt plaats voor het kantelpunt. Soms neigt de groei af te nemen en een kantelpunt te ontstaan (fase 4), waarna de financiële cyclus toch weer doortrekt (en we weer in fase 3 terugkomen). Aandelen doen het goed in fase 2 en 3. De jaarrendementen liggen dan boven de 15%. Fasen 1 en 4 leveren gemiddeld respectievelijk 4 tot 5% per jaar en 2 tot 3%. Het komt erop neer dat aandelenbeleggers voorzigtiger moeten zijn als huizenprijzen nog wel stijgen, maar niet zo hard meer. Opvallend genoeg doen ook obligaties het beter in fasen 2 en 3, maar zien we een veel gelijkmatiger beeld door de 4 fasen heen. Obligaties doen het vooral het beste rond pieken in de financiële cyclus. De genoemde percentages zijn gemiddelden over diverse landen. De relatie tussen de koersen en de financiële cyclus is niet in ieder land even sterk. Waarom niet? Dat is niet altijd duidelijk, maar voor veel landen

## **Obligaties doen het vooral het beste rond pieken in de financiële cyclus.**



Figuur 1: Plek in de cyclus voor 20 ontwikkelde en 16 opkomende markten



hebben we wel een verklaring. De koersen van veel grote Duitse bedrijven hangen bijvoorbeeld sterk af van de cyclus in opkomende markten. Het fortuin van deze bedrijven hangt minder af van de financiële cyclus van Duitsland zelf. Landen waarbij ons model goed werkt, zijn de VS, het VK, Frankrijk en Spanje: dus vooral grotere autonome economieën, waar de lokale bankensector een belangrijke invloed heeft op de economie.'

### En in welke fase verkeren de verschillende landen op dit moment?

'Voor alle duidelijkheid: we gebruiken de fase waarin landen zich bevinden als signalen voor onder- of overweging ten opzichte van de wereldwijde benchmark. De financiële cycli lopen niet allemaal precies parallel. Sommige landen leiden, andere lopen er achteraan. Enkele landen hebben ook echt een autonome cyclus los van die van andere landen, zoals China. Dat biedt kansen voor landselectie. Natuurlijk zijn aandelenmarkten in zekere mate onderling gecorreleerd met elkaar, maar er zijn ook specifieke landeneffecten. Hoewel ik hier geen backtests van heb gedaan, geloof ik dat veel van de onderlinge correlatie van landen grotendeels samenhangt met de Amerikaanse financiële cyclus. De Amerikaanse cyclus bepaalt min of meer de wereldwijde liquiditeit. De VS is net in fase 4 beland. Als we dichterbij het kantelpunt komen, kan dat negatieve gevolgen hebben voor de wereldwijde aandelenmarkten. In figuur 1 laten we voor 20 ontwikkelde en 16 opkomende markten de plek in de cyclus zien. We kunnen zien dat landen als Finland, Portugal en Noorwegen en in iets mindere mate Griekenland, Italië, Spanje, België, Denemarken en Nederland in de positieve fase voor aandelen zitten. Veel opkomende markten zitten nog in fase 1, maar schuiven waarschijnlijk binnenkort door naar de interessante fase 2. Al met al zijn de signalen voor zowel

aandelen als obligaties gemengd. Dat biedt overigens interessante kansen voor actieve beleggers.'

### En wat valt er te zeggen over valuta's?

'Het opvallende is dat de VS volgens ons in fase 4 zit, waarbij we de piek verwachten rond 2019. Onze verwachting is daarom dat de opwaartse trend in de dollar op zijn eind loopt. Alleen een onverwacht snellere economische groei kan de 'bull run' van de dollar nog verlengen. Deze analyse wordt ondersteund door 'fair value'-analyses die er volgens ons ook op wijzen dat de dollar is overgewaardeerd. De meeste valuta's zijn ondergewaardeerd ten opzichte van de dollar, vooral het pond, de euro en de Zweedse kroon, alsmede diverse opkomende valuta's als de Mexicaanse peso. Onder- en overwaarderingen kunnen overigens langere tijd aanhouden. Zo sluiten we bij een harde Brexit een nieuwe daling van het pond, en dus een nog grotere onderwaardering, niet uit. Ik realiseer me dat onze visie op de dollar niet tot de consensus behoort. De consensus is dat de dollar sterker moet worden omdat de rentecyclus in de VS verder omhoog moet. In de VS zien we momenteel nauwelijks een relatie tussen de relatieve rente en valutakoersontwikkelingen. Ik denk ook niet dat de VS de rente agressief gaat verhogen. De wereld zit in een lastige balanceeract en daarbij kan het geen agressief verkrappend Amerikaans monetair beleid gebruiken. Daar is de VS, denk ik, zich ook goed van bewust.' «

Meer lezen over dit onderwerp?

Ga naar de research van Capital Group op de research pagina 'Alternative Fixed Income'

[www.financialinvestigator.nl/research](http://www.financialinvestigator.nl/research)

