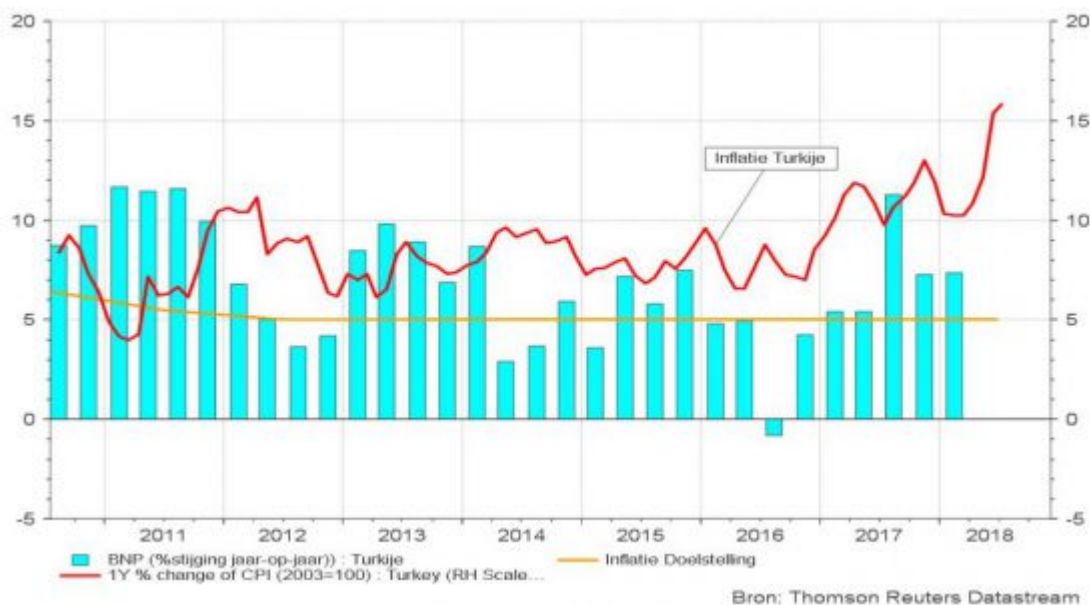


Zelfs niet de vermetelste onder de regeringsleiders, verlichte despoten of alleenheersers heeft er al eens aan gedacht om de meest fundamentele wet uit de natuurkunde af te schaffen per presidentieel decreet of desgevallend met hiertoe speciaal gecreëerde volmachten. Ondanks de vele voordelen die dat zou bieden. Over het opzij schuiven van fundamentele economische wetten maken politieke leiders zich over het algemeen veel minder problemen. Helaas zijn de gevolgen daarvan minstens even erg en is - net zoals bij het negeren van de gravitatiekracht - het vallen op zich niet zo pijnlijk, maar wel het onvermijdelijke neerkomen.

De ongemeen scherpe terugval van de Turkse wisselkoers ten opzichte van de US dollar en de euro illustreert dit ten volle. Men kan niet ongestraft zijn economie stimuleren en tegelijk de inflatie laten oplopen, zonder de rentetarieven tijdig opwaarts aan te passen. Maar blijvend lage rente, ondanks oplopende inflatie en muntontwaarding, blijft een fundamenteel onderdeel van ERDOGANOMICS want in deze (gelukkig enkel in Turkije populaire) doctrine gaat men ervan uit dat indien men de economie kan blijven stimuleren met goedkope kredieten en infrastructuurwerken op grote schaal blijft uitrollen, alles vanzelf wel goed komt.

Grafiek 1: Evolutie BNP en CPI inflatie in Turkije



Iedere medemens met een minimale economische bagage doorziet dit natuurlijk onmiddellijk en wijst er op dat men op deze manier de inflatie de vrije loop laat, zijn munt naar de afgrond drijft, de staats- en private schuld tot een onhoudbare niveau opjaagt en zijn land uiteindelijk in de totale vernieling zal rijden.

Het ignoreren van een dergelijke fundamentele economische wet leidt ook op relatief korte termijn onvermijdelijk tot schokgolven op de wisselmarkten, spectaculaire stijgingen van de langetermijnrentarieven en zal via opeenvolgende vlagen van hyperinflatie alle verwezenlijkingen teniet doen die de kunstmatig opgeklapte economische groei in de voorbije jaren bewerkstelligde.

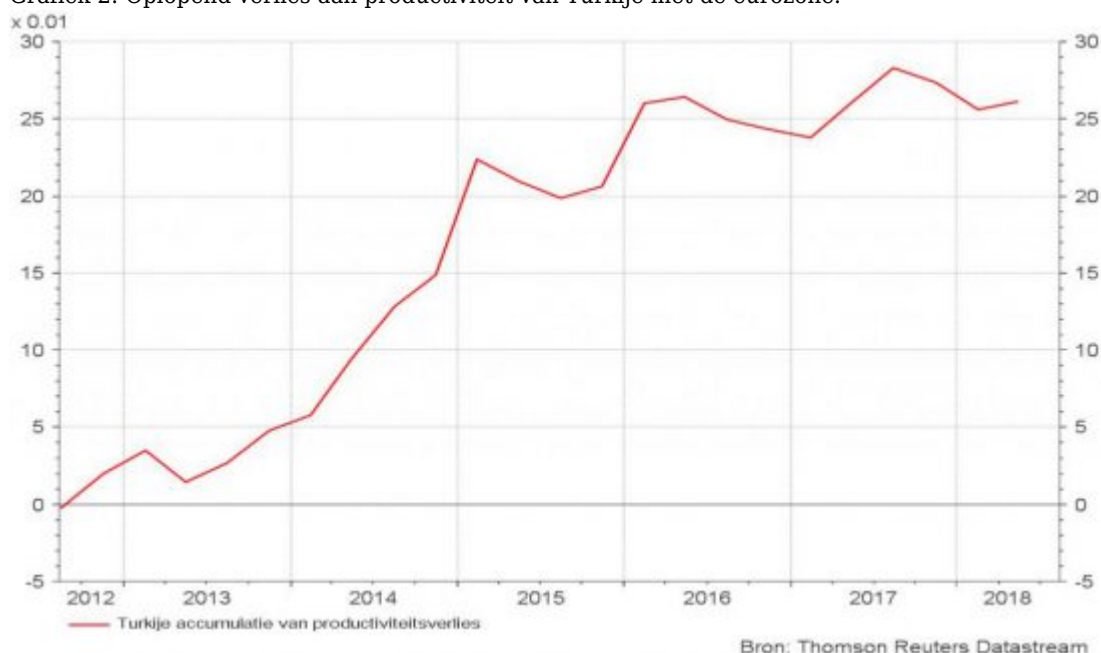
De onmiddellijke aanleiding voor de epische koersdaling van de lira mag dan wel van politieke aard zijn, maar om hieruit te concluderen dat het hele gebeuren het gevolg is van een Amerikaans politiek complot, is een argument dat wellicht enkel bestemd is voor de electorale achterban. Dit gaat er overigens in als koek, want de Turkse bevolking kijkt vooral naar de gerealiseerde infrastructuurwerken en de voorbije fase van economische groei die werkgelegenheid en welvaart effectief heeft laten toenemen en lijkt weinig bezorgd om de potentieel desastreuze gevolgen op middellangere termijn.

Verblind door haar electorale succes, had ook de regering geen oog voor de beleidsfouten die een dergelijke opgeklapte groei met zich mee brengt. Om Turkije competitief te kunnen houden op de internationale markten liet men de reële

effectieve wisselkoers (dit is een maat voor de kostprijs van de productie in een land) reeds jarenlang stelselmatig verzwakken. Op zich is daar niets mis mee. Integendeel, wanneer dit zou gebeuren op basis van verbeteringen in de productiviteit van de Turkse economie, maar sinds mensenheugenis tracht Turkije zijn positie te behouden door de nominale depreciatie van zijn munt.

Dat verloopt echter met steeds minder succes en de kostprijs van een dergelijke politiek overtreft al lang de kortzichtige voordelen en kan steeds minder goed de alarmerende terugval in productiviteit maskeren. Zo verloor de Turkse economie sinds 2012 meer dan 25% aan efficiëntie ten opzichte van de eurozone, ondanks de zeer substantiële daling van haar nominale wisselkoers.

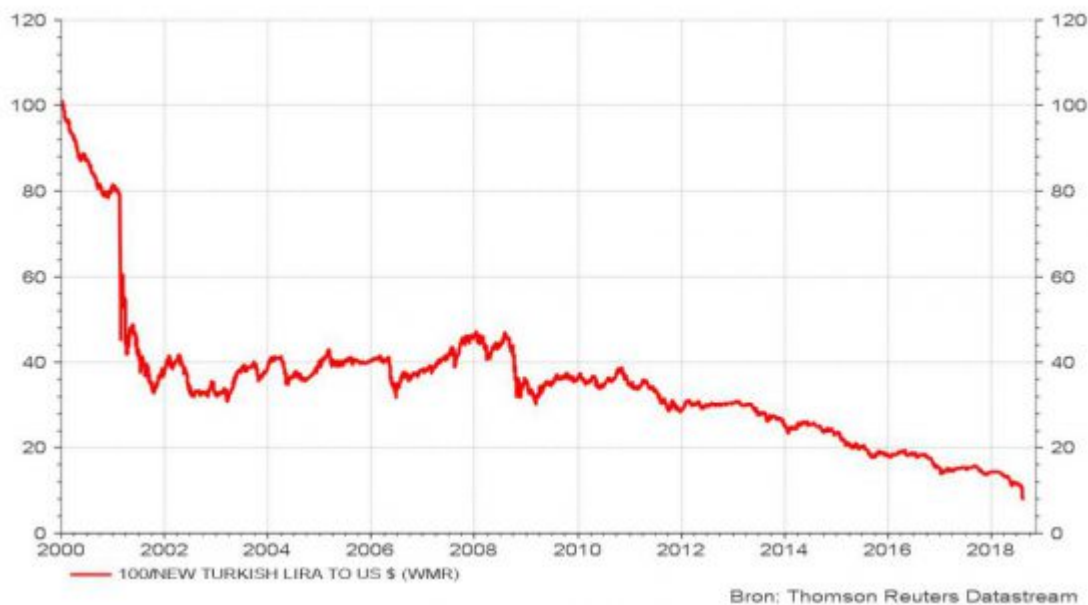
Grafiek 2: Olopend verlies aan productiviteit van Turkije met de eurozone.



Dit kan dit op termijn enkel leiden tot een voortdurende verslechtering van de handelsbalans die uiteindelijk zal moeten gecorrigeerd worden met doortastende maatregelen. Dit kan ofwel door het opleggen van structurele maatregelen en een streng loonbeleid ofwel door het koppig voortzetten van een kortzichtige maar electoraal succesrijke politiek, die uiteindelijk uitmondt in de zoveelste muntcrisis. De keuze laat zich gemakkelijk raden en wordt vooral bepaald door electorale overwegingen die zich per definitie op korte termijn situeren.

Turkije is overigens wat dat betreft op zijn minst gezegd niet aan zijn proefstuk toe. De Turkse lire verloor in 2001 in één klap de helft van waarde t.o.v. de US dollar en staat nu op minder dan 8% (!) van haar koers in 2000. De recente evolutie is vandaar vanuit ons perspectief zorgwekkend maar niet van aard om de Turkse bevolking of haar leiders tot overmatige spoed aan te zetten om het beleid bij te sturen. Men gaat ervan uit dat ook deze crisis uiteindelijk zijn beloop zal kennen in een scherpe opstoot van inflatie en een zoveelste dramatische muntontwaarding, waardoor het land weer wat aan competitiviteit zal winnen.

Grafiek 3: Wisselkoers US\$ / Turkse lira



Deze zeer voorspelbare evolutie is overigens een zeer gekende en goed gedocumenteerde beleidsfout. Het is dan ook niet voor niets dat de laatste economische adviseur met enige reputatie in juni de presidentiële entourage moedeloos verliet, wat meteen het signaal vormde voor verhoogde alertheid van de financiële markten.

Deze typische beleidsfout in groeielanden die uitmondt in torenhoge inflatie en rentevoeten, neerwaartse spiraalbewegingen van de wisselkoers en economische schokken staat overigens in de literatuur, zeer uitvoerig, beschreven als het *Balassa-Samuelson effect*.

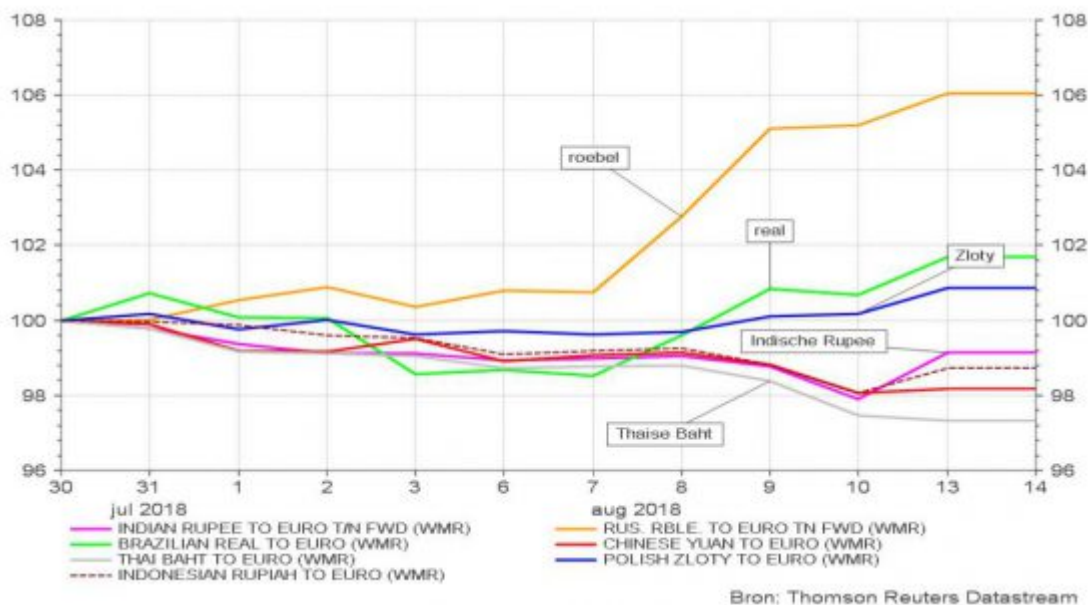
Dit aartsgevaarlijke fenomeen doet zich voor wanneer één bepaald onderdeel van een lokale economie het bijzonder goed doet omwille van een competitief voordeel of (in het geval van Turkije) wanneer bepaalde sectoren overmatig gestimuleerd worden met overheidsgeld (om bijvoorbeeld gigantische infrastructuurwerken te realiseren). Binnen deze sectoren ontstaan er dan loonspanningen en prijsstijgingen die zich razend snel verspreiden over de hele economie en een algemene inflatiegolf doen ontstaan.

Dit effect kan worden afgeremd met een strenge (maar weinig populaire) loonpolitiek of met hogere rente of door de stimulansen tijdelijk stop te zetten. Geen van deze drie maatregelen is echter van aard om een electoraal voordeel te creëren bij de volgende verkiezingen, zodat de huidige bewindsploeg haar politiek gewoon blijft voortzetten tot de hele zaak uiteindelijk barst en veel van de economische verwezenlijkingen uit het verleden terug teniet worden gedaan.

Wat ons uiteindelijk het meest interesseert aan de Turkse situatie is de kans dat deze kwalijke uitspattingen zich vertalen in koersgedrag van obligaties, munten of aandelen in andere landen.

De economische literatuur is hieromtrent niet geruststellend. Het besmettingsgevaar is reëel wanneer in de omringende landen zich gelijkaardige omstandigheden voordoen of indien er substantiële blootstelling bestaat bij banken uit andere landen aan obligaties uit de getroffen regio. In beide gevallen lijkt er weinig risico te bestaan, al moet rekening worden gehouden met het feit dat Turkije een relatief grote en strategisch belangrijke staat is, die men zo maar niet kan laten zwalpen. Vandaar de argusogen waarmee de EU, De VS en het IMF de situatie volgen. Maar zoals reeds aangegeven, dit is zeker niet de eerste (en waarschijnlijk niet de laatste) crisis waarmee Turkije wordt geconfronteerd. De evolutie van de wisselkoers op zich deert daarenboven de gemiddelde Turkse burger weinig of niet, want zijn blik is vooral inwaarts gericht. Enkel de oplopende inflatie zal voor de onmiddellijke confrontatie zorgen, maar wordt opgevangen door meer consumptie van binnenlandse goederen. Prettig is anders. Tot nu toe valt de besmetting naar andere munten relatief goed mee. Enkel de Russische roebel lijkt wat mee te ontsporen. Aan andere munten lijkt nauwelijks wat te merken.

Grafiek 4: Koersontwikkeling van diverse munten ten opzichte van de euro



Spijtig genoeg is de besmetting wel tastbaar op basis van de oplopende Italiaanse rente, die opnieuw een toenemend renteverskil laat optekenen t.o.v. de Europese ankerlanden. Dit is enerzijds te verklaren door de proximateit van Italië waardoor er een grotere neiging ontstaat tot het verstrekken van kredieten aan Turkse bedrijven en het opnemen van staatsschuld. Maar dat blijkt al bij al nog mee te vallen. Anderzijds is er wel een verdachte analogie tussen de economische plannen van de huidige Italiaanse regering en de desastreus gebleken Turkse beleidskeuzes. Maar dit kan men uiteindelijk ook positief interpreteren, omdat de ontaarding van de Turkse economische situatie als een waarschuwingsteken kan gelezen worden voor de snode plannen van de Italiaanse regering.

In onze beleggingsportefeuille hebben we alleszins tot nu toe zeer weinig last van deze ontwikkelingen, behoudens de voormelde beperkte negatieve ontwikkeling op Italiaans Staatspapier, die overigens maar een dag heeft geduurd. Het renteverskil met 10 jarige Duitse obligaties liep hierbij op tot 2,74% om snel daarna te corrigeren tot 2,43%.

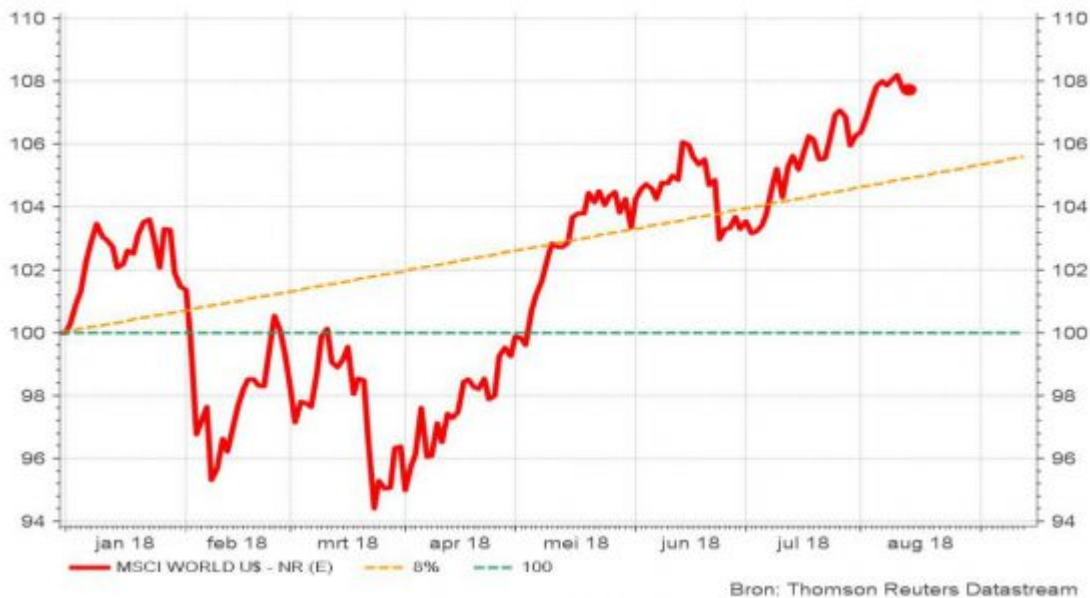
Onze blootstelling aan Turkse aandelen is (letterlijk) 0,00% en bedraagt (onrechtstreeks) slechts een marginale en verwaarloosbare fractie wat betreft de obligatieposities.

Bankaandelen komen traditioneel veel zwaarder onder druk te liggen in dergelijke omstandigheden, maar in onze beleggingsportefeuilles mag u lang speuren om eens een bankaandeel tegen te komen, zodat ook hier de impact sterk meevalt.

In groeilanden investeren we overigens sinds jaar en dag in zeer beperkte mate en we beperken ons hierbij voornamelijk tot India en Chinese consumptiewaarden. De eerstgenoemde in toenemende, laatstgenoemde in wat afnemende mate. De Chinese economie toont immers steeds meer tekens van groeivertraging (wat zich overigens vertaalt in lagere grondstoffenprijzen, zoals manifest bij koper kan worden vastgesteld).

De muntvalingen bij de overige obligatieposities zijn gering en worden (meer dan) gecompenseerd door de stijgingen van de US dollarwisselkoers. In deze zone hebben we overigens in de voorbije weken onze posities wat versterkt. De wereldaandelenindex geeft intussen slechts zeer beperkte schade te kennen, deels door de verdere vooruitgang van Amerikaanse beurs maar zeker ook omwille van de gestegen dollarkoers.

Grafiek 5: Ontwikkeling van de wereldaandelenindex



De beursvolatiliteit is intussen wat toegenomen (wat tevens geldt voor de scheefheidsindicator, waarmee we de kans op potentieel scherpe neerwaartse koerscorrecties proberen af te leiden uit het koersgedrag van opties). Hierdoor wordt de appetijt voor aandelen enigszins getemperd, maar de neutrale positie bevat nog steeds een aandelencomponent van 60%.

Dit wordt hoofdzakelijk ingevuld met Amerikaanse en Europese waarden, in de marge (en dit sinds mensenheugenis) aangevuld met Indische aandelen en consumptie-gerelateerde bedrijven uit China.

De meeste nadruk wordt hierbij gelegd op sectoren als technologie, pharma en (terug van weggeweest) biotechnologie met vooral oog voor thema's als veiligheid, water, lifestyle en robotica. Keuzes die het overigens prima blijven doen.

Niks nieuws, dus, onder de zon (waar is die overigens naartoe?)