

MACRO-ECONOMISCHE CONTEXT: Covid en Europa, effecten in tegenovergestelde richting

Covid-19 zorgde niet alleen voor de zwaarste recessie sinds de 2de wereldoorlog, maar ook voor een hechter Europa. Dat is toch wat de financiële markten ons willen doen geloven. Het renteverskil – of “spread” – tussen Duitsland en de “zwakke” landen van de Monetaire Unie, Griekenland op kop, is weggesmolten. Crediteuren vrezten met andere woorden niet langer voor een implosie van de eurozone, een vrees die minder dan 10 jaar geleden acuut was. Op vandaag financiert Athene zich goedkoper dan Washington. Dit terwijl de schuld van Uncle Sam typisch als veilige haven wordt gezien bij marktturbulentie.

Maar maakte Covid-19 Europa echt sterker? Vaak is het zo dat naarmate een vraag meer genuanceerd wordt beantwoord, het antwoord minder duidelijk wordt. En in dit geval dienen we zeer genuanceerd te zijn ... met het risico niet duidelijk genoeg te zijn. Men kan immers argumenteren dat, zoals de financiële markten ons willen laten geloven, Covid-19 Europa versterkt heeft terwijl anderzijds evenzeer gesteld kan worden dat het de fundamentele verzwakt heeft.

Italië, Spanje, Portugal en Griekenland hadden voor verschillende redenen meer te lijden onder de pandemie dan Noord-Europa:

- Niet alle landen werden even zwaar getroffen door de pandemie. Vooral de eerste golf trof Zuid-Europa zwaarder. We herinneren ons allemaal nog de beelden uit Bergamo.
- De Zuid-Europese landen hebben zwaarder geleden omdat ze economisch zwakker waren op het moment van de schok. Een verzwakte persoon zal meer te lijden hebben onder een ziekte dan een gezonde persoon wiens immuunsysteem tiptop werkt. Door hun hogere schuldgraad konden de Zuid-Europese landen *ceteris paribus* hun economie minder ondersteunen.
- Covid-19 raakte niet alle sectoren op dezelfde manier. Het ineensklappen van het toerisme had een veel zwaardere impact in de vakantieoorden.

Hoe zou Europa versterkt uit Covid zijn gekomen? Het antwoord is vooral te vinden in de politiek, waar we drie niveaus onderscheiden.

- De Europese Unie (het Europa van de 27) zag zijn budget fors toenemen. Daarnaast was er een belangrijke toename van de solidariteit. Meer mutualisatie in plaats van een nationalistisch “I want my money back” discours zoals dat van M. Thatcher destijds. Het budget zal verdeeld worden via een verdeelsleutel die verschilt van de bijdrage aan het budget. Daarenboven, om de financiering op lange termijn veilig te stellen, schoof de Commissie het idee van Europese belastingen naar voor. Er is sprake van het uitbreiden van de emissierechten (ETS) naar maritiem en luchtverkeer, van het introduceren van een milieutaks op import (“border tax adjustment”) en het invoeren van een belasting op multinationals.

- In de Monetaire Unie moet het aantal voorstanders van het verlaten van de Unie flink geslonken zijn. De voordelen van lidmaatschap werden duidelijker tijdens de zware recessie van 2020.
- De Europese centrale bank deed wat ze zei dat ze zou doen. Hierdoor won ze duidelijk aan geloofwaardigheid. Daarenboven werd het plafond op hoeveel de ECB van een bepaalde emissie mag aanhouden losgelaten. Toegegeven, op dit moment is deze bijkomende vrijheid maar zeer gedeeltelijk maar eens er een voet tussen de deur zit, gaat deze meestal verder open.

Schulden onder Covid zijn niet hetzelfde als schulden tijdens de landencrisis van 2012. Destijds werd al snel een moreel oordeel geveld: dat Griekenland en Italië geconfronteerd werden met zware problemen was hun eigen schuld. Ze hadden het land maar beter moeten besturen. En waarom iemand helpen die zichzelf in nesten heeft gewerkt? Op vandaag kan je moeilijk de Zuid-Europese landen met de vinger wijzen voor het feit dat ze zwaarder te lijden hebben. Het is makkelijker om empathie te hebben indien het slachtoffer bijkomende moeilijkheden ondervindt waarvoor het geenszins verantwoordelijk is.

Anderzijds is het ook zo dat Covid-19 de heterogeniteit tussen de landen uit de Europese Unie geaccentueerd heeft. Zo zal binnen het trio van de belangrijkste Europese economieën de schuldgraad van Duitsland, hoewel hun uitgaven voor steunmaatregelen steun zowat 4 maal hoger zijn dan tijdens de financiële crisis, merkbaar minder toenemen dan in Italië of Frankrijk. Dit door een andere samenstelling van hun economie. Sommige sectoren, zoals toerisme, kregen zware klappen terwijl anderen, zoals technologie of farma, maar in beperkte mate te lijden hadden of zelfs profiteerden van de crisis. Het noodlot wil dat het vooral de zwakste landen zijn die bovengemiddeld blootgesteld zijn aan sectoren die verzwakt uit de crisis komen.

Er is nog een ander risico voor het Europese project. Opnieuw dreigt “Europa” de zondebok te worden voor het ongenoegen bij de bevolking. “Brussel” is vanzelfsprekend niet verantwoordelijk voor Covid... maar “Brussel” zou wel eens verweten kunnen worden voor het falend Covid-beleid in de Europese landen. Ondanks een zagezegde exemplarische gezondheidszorg eist de pandemie een hoge tol op gezondheidsvlak voor een hoge kost op economisch vlak. Het is vanzelfsprekend nog te vroeg om al definitieve besluiten te trekken, maar het is nu al duidelijk dat dit falen niet vooral de verantwoordelijkheid is van de Europese instellingen. Desalniettemin valt te vrezen dat het beeld van de bevolking over Europa hierdoor niet zal verbeteren.

Waarom al deze beschouwingen in een publicatie van een beheervennootschap? De verklaring is simpel: de markten lijken zeker te zijn dat het risico van Griekse of Italiaanse staatsobligaties enkel verder kan dalen. Wij zijn, hoewel we lange tijd sterk beledigd waren in Italiaanse, Spaanse en

Portugese obligaties, van mening dat nieuwe spanningen in de Monetaire Unie niet uit te sluiten vallen. Bijvoorbeeld omdat een meer orthodox monetair en budgettair discours opnieuw opmars maakt in een of ander Noord-Europees land of binnen de ECB. Het gewicht van Zuid-Europese staatsobligaties

verminderen wanneer hun “spreads” merkkelijk zijn afgenomen lijkt ons een voorzichtige voorzorgsmaatregel.

Etienne de Callatay – etienne.decallatay@orcadia.eu

ALLOCATIE & STRATEGIE

Economie blijkt weerbaarder dan gevreesd...

Het afgelopen trimester raasde een tweede Coronagolf als een tsunami over de Westerse wereld. Dit zorgde noodgedwongen opnieuw voor steeds strengere maatregelen. Op basis van het tweede kwartaal van vorig jaar vreesden economen voor een zware impact op de economie, zij het in mindere mate dan in het voorjaar. **De publicatie van de economische groei van het laatste kwartaal van het 2020 toont aan dat zowel de economie als de bevolking weerbaarder is dan gedacht.** In de VS was de groei maar liefst 4% en ook in Europa waren de cijfers **minder slecht dan gevreesd.** In Duitsland (+0.1%) en Spanje (+0.4%) was de groei weliswaar minimaal maar toch een pak beter dan de merkelijke terugval die verwacht werd. In Frankrijk – waar de bewegingsvrijheid werd ingeperkt door een strenge avondklok gedurende een belangrijk deel van het trimester – daalde het BNP wel. Desalniettemin was de daling (-1.3%) merkelijk kleiner dan hetgeen waarvan economen uitgingen (-4%).

... en de vooruitzichten blijven gunstig...

Voor de komende trimesters blijven de economische vooruitzichten eerder gunstig. Dankzij een vaccinatiecampagne die nu wel echt op gang lijkt te komen, **kijken bedrijfsleiders door de slechte actuele situatie heen.** Dit blijkt uit de voorlopende **PMI-indicatoren** die in zowel Europa, China als de VS op een **hoog peil blijven.** De banken zijn, hoewel ze merkelijk strikter blijven dan voor de crisis, opnieuw iets soepeler geworden in het verstrekken van bedrijfskredieten. Dit hoewel een golf van faillissementen in de komende maanden op hun resultaten zal wegen.

... zeker indien de consument het opgepote geld uitgeeft...

Bij de **bevolking** merkt men duidelijke “corona-moeheid” en de **wil** om terug te kunnen **“feesten en geld spenderen”.** Hoewel we ons moeten hoeden om te veel in gemiddelden te denken, en de pandemie duidelijk economische slachtoffers maakte en blijft maken, is **het geld om te spenderen wel degelijk aanwezig.** In de VS was de spaarquote nooit zo hoog (zie grafiek), en in de rest van de wereld is het niet anders.



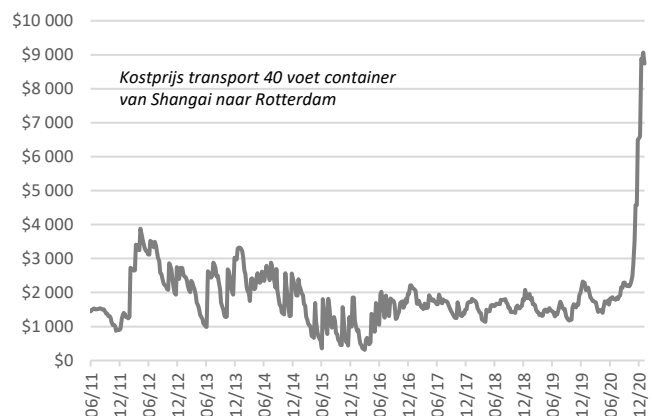
Bron: Bloomberg

Verklaring hiervoor is de massale, reeds gegeven en nog te verwachten, overheidssteun. In de VS zal **Joe Biden** zo snel mogelijk zijn stempel willen drukken door een **nieuw steunpakket.** Op iets **langere termijn** komen er investeringen via de zogenaamde **“green deals”** in zowel de VS als in de

Europese Unie. Het verlangen naar normalisatie en de beschikbaarheid van spaarreserves, die daarenboven een verwaarloosbare rente ontvangen, zullen er wellicht voor zorgen dat mensen, eens ze hun vrijheid hebben herwonnen, een belangrijk deel van deze overschotten zullen willen besteden. In haar “World Economic Outlook” van januari schuift het IMF dan ook mooie groeivoeten naar voor. Voor dit jaar verwacht ze 4.2% voor de Eurozone en niet minder dan 5.1% voor de VS. Volgend jaar zou de Eurozone (+3.1%) het dan weer iets beter moeten doen dan de VS (+2.5%).

... met mogelijk een toename van de inflatie als gevolg

Indien de toename van de vraag door de bevrijde consument botst op onvoldoende aanbod, dan kan dit leiden tot een toename van de inflatie. Zo waarschuwen autoproducenten bijvoorbeeld dat ze onvoldoende chips vinden om aan de vraag te voldoen en geven bouwbedrijven aan dat er een tekort aan isolatiemateriaal is en dat de prijzen ervan sterk aan het toenemen zijn. Daarnaast explodeerde de laatste weken de kostprijs van containertransport.

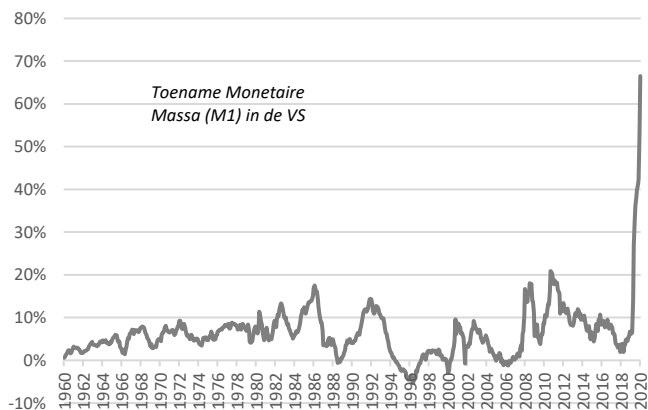


Bron: Bloomberg

Dit zijn natuurlijk anekdotes en dergelijke situaties kunnen relatief snel omkeren. Maar uit de ISM Prices Paid enquête blijkt duidelijk dat veel bedrijven aangeven dat de **kost van halffabricaten toeneemt.** In het verleden was dit een betrouwbare **indicator voor stijgende producentenprijzen,** hetgeen zich op termijn dan weer **vertaalt in hogere inflatiecijfers.**

Ook op **middellange termijn** zijn er aanwijzingen dat de zeer lage inflatie van het afgelopen decennium misschien wel tot het verleden behoort. De **afname** van de **actieve bevolking** in de “fabriek van de wereld”, **China,** versterkt de positie van de arbeider en kan mogelijk tot stijgende lonen leiden. **“Reshoring”** en **diversificatie** om de productie minder kwetsbaar te maken zal de efficiëntie wellicht niet ten goede komen. **De doctrine van de centrale banken,** de FED op kop, **evolueert** ook van de evaluatie van de inflatiedoelstellingen op het moment naar over de cyclus. Dit zal ertoe leiden dat de centrale banken de geldkraan minder snel zullen dichtdraaien.

Het argument dat geldcreatie (QE) na de Financiële Crisis niet voor inflatie zorgde en dat het nu niet anders zal zijn, overtuigt ons niet voor twee redenen. Ten eerste nam de monetaire massa nu veel sterker toe dan destijds.



Bron: Bloomberg

Een tweede reden is dat een groot deel van de bijkomende geldhoeveelheid destijds opgeslorpt werd door een toename van de zogenaamde “excess reserves” bij de banken en met andere woorden niet in de reële economie terecht kwam. Dat is nu duidelijk anders. Landen voerden en voeren een actief fiscaal beleid om bedrijven en consumenten te ondersteunen. Het geld dat bij hen terecht kwam en komt zal – op zijn minst gedeeltelijk – besteed worden. Niet dat we ons verwachten aan een ontsporende inflatie. Indien de kans hierop te groot wordt, zullen de centrale banken immers krachtig op de rem gaan staan. Het lijkt ons wel **best mogelijk dat de inflatie in de komende jaren hoger zal uitkomen dan hetgeen momenteel door de markt verwacht wordt**. De centrale banken zullen zich niet alleen schikken in iets meer inflatie, ze proberen een aantrekkelijke inflatie zelfs aan te wakkeren.

De rentenier zal het gelag betalen

De **combinatie van rentevoeten die langdurig laag** zal worden gehouden door de centrale banken en de **inflatie die ietwat oploopt** zullen de **reële rentevoeten dieper in het rood** duwen, hetgeen de oplopende schuldgraad van onze economieën beheersbaar moet houden. Deze **financiële repressie** door de centrale bank, vergelijkbaar met hetgeen we na de tweede wereldoorlog zagen, zal een **dubbel effect** hebben. Ten eerste zullen toekomstige kasstromen in waarde toenemen door de

verder dalende reële discontovoet. In combinatie met oninteressante alternatieven zorgt dit ervoor dat de **kans op zware marktcorrecties afneemt**. Het **tweede effect** is dat de **“rentenier”**, de voorzichtige belegger die niet participeert in de economische groei via aandelenbeleggingen, **het gelag zal betalen**. Hij zal zijn vermogen uitgehold zien worden door inflatie. Gezien deze effecten dienen beleggers te evalueren of ze op middellange tot lange termijn niet te weinig risico nemen. Hierbij dient men er natuurlijk voor te waken dat het genomen risico in verhouding blijft met de risicoappetijt en -capaciteit.

Voorzichtig optimisme lijkt op zijn plaats

Bovenstaande conclusie wil niet zeggen dat het globale risico binnen een portefeuille halsoverkop dient opgetrokken te worden. De laatste weken lijkt het aantal markt excessen en speculatie toe te nemen. De positieve marktreactie na het heugelijke vaccinnieuws is logisch. Desalniettemin ging het de laatste weken wel heel snel. Een – **beperkte – correctie valt dan ook niet uit te sluiten**. Deze zal **wellicht een opportuniteit** bieden om in te stappen in de markt. Meer gesofisticeerde beleggers kunnen eventueel gebruik maken van de nog steeds hoge volatiliteit om verzekeringspremies te incasseren door de verkoop van opties.

Obligaties blijven in het hierboven beschreven scenario globaal gezien **eerder oninteressant**. Aangezien het ons eerder onwaarschijnlijk lijkt dat de rentevoeten in de VS, ondanks de te verwachten massale emissies, écht zullen doorstijgen kan gebruik gemaakt worden van **renteopstootjes** om bijkomend **Treasuries te kopen**. Men dient er zich wel van te vergewissen dat het dollarrisico niet te fel oploopt. **Obligaties die beschermen** tegen een toename van de **inflatie** kunnen ons inziens gezien de huidige impliciete 10-jarige inflatie ($\pm 1.2\%$ op basis van de Bund) nog steeds **gekocht worden**. Op vlak van bedrijfsobligaties zouden we voorzichtig zijn in het meer speculatieve segment (high yield). **We prefereren risico te nemen in kwaliteitsaandelen in plaats van in rommelobligaties**.

Günter Van Rossem – gunter.vanrossem@orcadia.eu

Contacteer ons:

ORCADIA Asset Management – Ecoparc Windhof
13, Rue de L’Industrie – L-8399 Windhof – Luxemburg
Tel.: +352 27 40 17 20 – info@orcadia.eu

Verantwoordelijke uitgever: Geert De Bruyne – Geert.Debruyne@orcadia.eu

Hoewel de in dit document verstrekte informatie is opgesteld op basis van bronnen die als betrouwbaar beschouwd kunnen worden, is het onmogelijk om de nauwkeurigheid of de volledigheid ervan te garanderen. De geuite meningen kunnen zonder voorafgaande kennisgeving aan wijzigingen onderhevig zijn. Dit document kan niet worden beschouwd als een beleggings-, juridisch of fiscaal advies. Daarom raden wij de lezer sterk aan om, alvorens een beleggingsbeslissing op basis van informatie in dit document te nemen, contact op te nemen met hun adviseurs. Een in het verleden gerealiseerde prestatie is geen garantie voor een toekomstige prestatie. De waarde van effecten is aan veranderingen onderhevig en kan derhalve niet worden gegarandeerd. Geen enkele reproductie van dit document is toegestaan, noch geheel, noch gedeeltelijk zonder de expliciete en voorafgaandelijke toestemming van Orcadia Asset Management.