

MACRO-ECONOMISCHE CONTEXT: Belastingen in de post-Covid wereld

Momenteel is het noch al monetaire en budgettaire steunmaatregelen die de klok slaan. Desalniettemin is het nuttig om na denken over de oriëntatie van de overheidsbeleidspolitiek eens de wereldeconomie niet langer in recessie is. Op monetair vlak zijn de markten ervan overtuigd dat de rentevoeten meer dan traag zullen normaliseren of dat de huidige bodemrentes zelfs het nieuwe normaal zullen worden. Dat is een stevige veronderstelling zeker omdat het er van uit gaat dat de overheid erin zal slagen de neveneffecten van zo lage rentevoeten te beheersen. In dit stuk hebben we het over de andere dimensie. Wat er met de overheidsfinanciën na de crisis? En in het bijzonder wat met de fiscaliteit en de gevolgen ervan op beursgenoteerde bedrijven. De analyse is bewust algemeen gehouden en heeft niet de situatie van het een of ander land in gedachten.

Stijgende belastingen

Toen het Europese relanceplan van 750 miljard euro werd voorgesteld, werden er ook fiscale pistes ter financiering door de Europese Commissie naar voor geschoven. Zoals bijvoorbeeld het onderwerpen van het maritiem en luchtverkeer aan het ETS-regime, de zogenaamde “vervuilingsrechten”. Daarnaast is er ook het invoeren van een CO₂-compensatiemechanisme aan de grenzen van de Unie. Hierbij worden producenten die een competitief voordeel halen uit laxere milieuregels belast bij de import in Europa.

Van haar kant maakt de OESO vorderingen op 2 projecten. Enerzijds is er een minimumbelasting op bedrijven en anderzijds het onderwerpen van multinationals aan een minimumbelastingen in de landen waarin ze actief zijn. De FAANGS en andere reuzen die makkelijk hun belastbare basis worden hier vooral in het vizier genomen.

Op nationaal vlak blijft het, door de gemeenschap van economen gepromoteerd, idee van de CO₂-belastingen net zoals andere vormen van milieubelasting aan terrein winnen. We merken ook dat in meer politieke middelen gesproken wordt over een verhoging van de patrimoniumbelasting. Zo sprak Peter Praet, oud-directielid en voormalig hoofdeconoom van de ECB, zich recent uit voor een dergelijke belasting.

Naar bezuinigingen? Neen

Op basis van deze tendensen zou men kunnen denken we ons dienen voor te bereiden op een daling van de winstgevendheid van de bedrijven door een toename van de fiscale druk, hetgeen aandelenbeleggingen minder interessant zou maken. Wij volgen deze redenering niet voor twee redenen: ons inziens zijn ze geen indicatie van een toekomstige budgettaire

verstrakking. De laatste tijd was het zeer duidelijk dat de financiële markten zich makkelijk schikten in hoge overheidstekorten. En de facto zijn zij het die bepalen of een bepaalde schuldgraad houdbaar is. Overheden verhogen de globale fiscale druk enkel indien ze met de rug tegen de muur staan. De Covid-steun toonde aan dat de markt (momenteel) geen druk zet. Ook de druk van de nationale en internationale budgettaire regels, zoals in Europa de Maastrichtnorm, nam de laatste jaren merkbaar af. Het was al het geval pre-Covid en het proces versnelde tijdens de pandemie.

Bedriegelijke angst

Hoewel de voorstellen afzonderlijk niet noodzakelijk de economische activiteit op duurzame ondersteunen, zullen ze dat in hun globaliteit wel doen. Mogelijkerwijs zouden ze kunnen leiden tot een belastingverhoging op inkomen uit kapitaal en inkomen gehaald uit de meest vervuulende productie. Dit automatisch als negatief beschouwen zou een verkeerde analyse zijn. Niemand heeft te winnen bij een wereld waarbij milieueisen geslachttofferd worden op het altaar van de onmiddellijke winstgevendheid. Sinds het Stern-rapport (2006) weten we dat milieu-inactie merkbaar meer kost dan een ambitieuze milieupolitiek. Een duurzame wereld vereist een responsabilisering door middel van milieubelastingen. In plaats van ze te zien als reden tot ongerustheid zouden we hun toepassing moeten toejuichen.

De economie verliest wanneer bepaalde bedrijven er in slagen fiscale concurrentie uit te spelen met een race naar de bodem als gevolg. Het is immers een bron van concurrentievervalsing en marktmacht, hetgeen innovatie en productiviteitswinsten schaadt. We hebben er alle belang bij er voor te zorgen dat de overheid voldoende middelen heeft om op correcte wijze de gezondheidszorg, sociale bescherming of infrastructuur te verzekeren. Het valt niet te ontkennen dat de overheid niet altijd efficiënt werkt. Voor die reden haar inkomensbronnen verminderen kan er echter ook voor zorgen dat ze vooral moet snijden in hetgeen ze goed doet in plaats van in hetgeen ze slecht doet.

Beheer

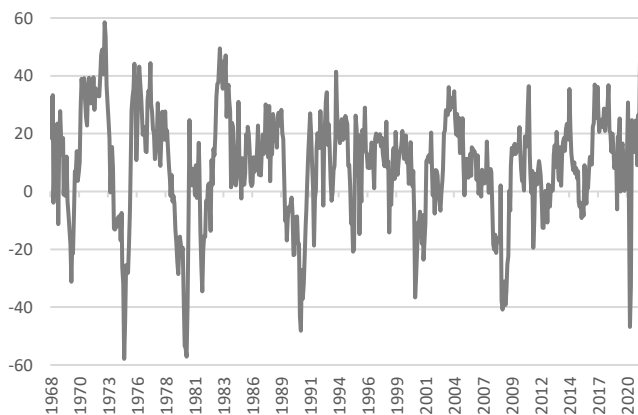
Globaal gezien moet het vooruitzicht van nieuwe belastingen of van het verhogen van bestaande geen reden zijn om af te zien van aandelenbeleggingen. Zelfs als de omzet van bepaalde sectoren en fiscale optimalisatie er onder te lijden zouden hebben.

Etienne de Callatay – etienne.decallatay@orcadia.eu

ALLOCATIE & STRATEGIE

Economisch optimisme neemt verder toe...

Het optimisme rond de economische vooruitzichten nam de laatste maanden merklijk toe. Zo bereikte in de VS de **Philly Fed Business outlook**, een geaggregeerde voorlopende indicator voor de economische activiteit, **het hoogste peil in een halve eeuw**.



Bron: Philadelphia Federal Reserve

De **Amerikaanse industriële** werden de laatste maanden **al merklijk optimistischer**. Maar **recent** werd duidelijk dat, hoewel bepaalde subsectoren het moeilijk blijven hebben, de **dienstensector** in haar geheel haar **voorzichten** merklijk **ziet verbeteren**. Op basis van de ISM-services indicator was het optimisme in de voorbije kwarteeuw nooit zo hoog.

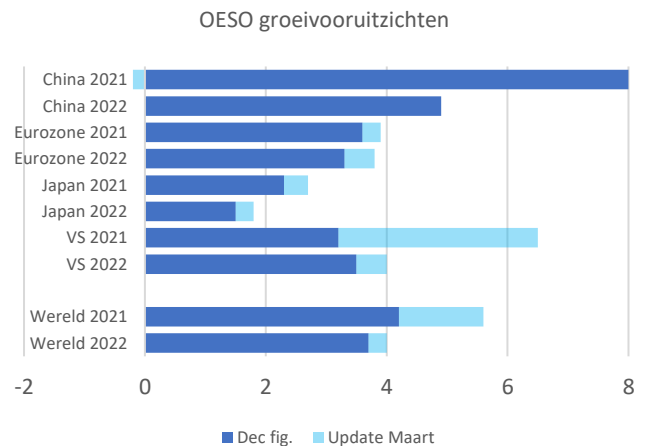


Bron: Bloomberg – ISM Services

... onder andere door bijkomende overheidssteun...

Het **optimisme** van de Amerikaanse producenten heeft een **dubbele verklaring**. Eerst en vooral is er de significante daling van het aantal positieve covid-tests en aansluitend het aantal ziekenhuisopnames. De **succesvolle vaccinatiecampagne**, waarbij ondertussen meer dan 100 miljoen Amerikanen op zijn minst een eerste spuit hebben gehad en er bijna 60 miljoen (17% van de bevolking) volledig gevaccineerd zijn, speelt hierbij vanzelfsprekend een belangrijke rol. Daarnaast is er de **“Biden-stimulus”** die de Amerikaanse economie verder aanzwengelt. Dat het pakket (van bijna \$2000 miljard) zo goed als in zijn integraliteit en in een recordtempo werd goedgekeurd, kwam als een positieve verrassing. Dit was mede de reden waarom de **OESO haar economische groeiprognoze**, voor zowel de VS als

de wereld in haar geheel, **significant optrok** voor zowel dit jaar als volgend jaar.



Bron: OESO, Orcadia A.M.

In **Europa** – met de UK als uitzondering op de regel – verloopt de **vaccinatie minder vlot**. Dit zorgt niet alleen voor een derde golf en onmiddellijke economische gevolgen door lockdowns in verschillende landen maar het zal de economische relance van het continent wellicht opnieuw enkele maanden uitstellen. **Toch merken we ook bij ons een merklijke toename van het optimisme bij de industriële**. Omdat ze verwachten meer te kunnen exporteren naar de VS en China komt het PMI-cijfer voor de eurozone bijna even hoog uit als in de VS. In Duitsland, met zijn exportgerichte economie, is het optimisme zelfs hoger!

... maar ook door verwachte consumentenbestedingen

Naast de overheidssteun is er de – ons inziens terecht – verwachting dat de consument, eens hij de vrijheid herwonnen heeft, op zijn minst een gedeelte van het verplichte sparen van het afgelopen jaar zal besteden. Economen schatten dat de zogenaamde **“excess savings”** in de VS zowat **\$2000 miljard** bedraagt. Zelfs indien maar een gedeelte zou besteed worden, dan zou dit een belangrijke boost voor de economie betekenen. Vergelijkbare cijfers zijn niet beschikbaar voor de **Eurozone** in zijn geheel, maar de **potentiële injectie** van het deels besteden van de **excess savings** zal wellicht in de **honderden miljarden** euro lopen.

Massale steun kan druk op de prijzen zetten...

JP Morgan schat de **gecombineerde mondiale monetaire en fiscale steun van het afgelopen jaar op zowat 20 biljoen, of meer dan 20% van het mondiale BNP**. Ons inziens zullen dergelijke kolossale bedragen zorgen voor een **opwaartse druk op de prijzen**. Zeker indien de vraag geconfronteerd wordt met een **productiecapaciteit** die nog steeds **niet optimaal functioneert**. Dit was bijvoorbeeld recent al te merken in een toename van de grondstofprijzen in de industrie en de bouw, maar bijvoorbeeld ook aan een wereldwijd tekort aan chips. Momenteel zegt een overweldigende meerderheid (bij het hoogste in de afgelopen 20 jaar) van de ondervraagde **Amerikaanse industriële** dat ze de **prijzen zien stijgen**. Dat, weliswaar in iets mindere mate, de **dienstensector** een **gelijkaardige prijsdruk** rapporteert is meer verwonderlijk

aangezien de moeilijke situatie waarin een belangrijk gedeelte van de subsectoren zich nog steeds bevindt.



Bron: Bloomberg – “ISM Prices Paid”

... zonder onmiddellijke renteverhogingen als gevolg

Wij vermoeden dat deze gerapporteerde prijsdruk bij de producenten zich zal vertalen in een **bovengemiddelde inflatie** in de komende kwartalen. We **denken echter niet** dat globaal gezien de **inflatie zal ontsporen**. Dat de toename onder controle zal blijven zal de **FED** toelaten om de **nadruk** binnen haar dubbelmandaat te blijven leggen op het behalen van een **volledige tewerkstelling**, een doelstelling die ons inziens niet onmiddellijk bereikt zal worden. Er gingen immers, hoewel de afgelopen maand 916000 nieuwe jobs werden gecreëerd – meer dan door economen werd verwacht – het afgelopen jaar netto steeds meer dan 8 miljoen jobs verloren. **Een eerste renteverhoging valt dan ook niet onmiddellijk te verwachten**. In de **eurozone**, met haar specifieke uitdagingen, lijkt het **onwaarschijnlijk** dat de **eerstkomende jaren de kortetermijnrente opnieuw boven het nulpunt uitstijgt**.

Stijgende rentevoeten...

De verassing dat het “*plan Biden*” zo goed als integraal kon worden geïmplementeerd was de rechtstreekse aanleiding voor een **merkelijke stijging van de langetermijnrente** in de VS. Ze dient echter in perspectief geplaatst te worden want vanuit een **historisch perspectief** blijft de 10-jarige rente in de VS **blijft nog steeds zeer laag**.



Een onderweging in obligaties blijft nog steeds aangewezen, maar we zijn van mening dat door het rentebeleid van de FED (kortetermijnrentevoeten die historisch laag zullen blijven en maandelijkse obligatieaankopen van \$120 miljard) een eventuele verdere stijging van de langetermijnrente beperkt zal blijven. Het inperken van de onderweging door middel van de **aankoop van Amerikaanse staatsobligaties** lijkt ons aan de huidige niveaus dan ook **geen slecht idee**. In de eurozone zagen we sinds het begin van het jaar ook een toename van de rentevoeten, zij het merkelijk minder dan in de VS. Het lijkt ons echter onwaarschijnlijk dat de Europese rentevoeten zouden doorstijgen gezien de agressieve rentepolitiek van de ECB. **In de eurozone** blijven de inflatieverwachtingen merkelijk lager dan in de VS, hetgeen **inflatiegelinkte obligaties** hier **aantrekkelijker** maakt.

... dienen de aandelenbelegger niet te verontrusten

Dat de nominale rente het afgelopen trimester toenam is niet verontrustend voor aandelenbeleggingen. De **stijging** is immers **te wijten** aan de **(zeer) gunstige economische vooruitzichten**, hetgeen de winstgevendheid van de bedrijven ten goede zal komen. Door de toename van de inflatie, die ons inziens niet verontrustend is, steeg de reële rente in de VS amper terwijl ze in de eurozone nieuwe dieptepunten bereikte. Aangezien gediversifieerde aandelenbeleggingen doorheen de tijd relatief goed beschermen tegen inflatie is de aantrekkelijkheid van Amerikaanse aandelen amper aangetast door de stijgende rente terwijl Europese daarentegen aan aantrekkelijkheid wonnen. Gezien de omstandigheden lijkt een **neutrale weging** in aandelen ons momenteel **aangewezen**. Een **eventuele correctie** van 5 à 10% zou een **goede opportuniteit** vormen om aandelen binnen een portefeuille **te overwegen**.

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.Debuyne@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.