

MACRO-ECONOMISCHE CONTEXT: Waar gaat de zachte handel naar toe?

Drie jaar na de Brexit is haar economische balans duidelijk negatief. Inflatie, handel, productiviteit, vrij verkeer van personen, de indicatoren zijn ongunstig, en in de net gepubliceerde prognoses van het IMF is het Verenigd Koninkrijk duidelijk de slechtste leerling van de klas. Toegegeven, de Britse aandelenmarkt hield in 2022 relatief goed stand maar dit wordt verklaard door de sectorale samenstelling van de index, niet door de onderliggende kracht van de nationale economie. Na "Brexit" ontstond er met "Bregret" zelfs een nieuw samenvoegsel. Uit peilingen blijkt dat momenteel een meerderheid voor een terugkeer naar de Europese Unie is. Natuurlijk kunnen niet alle problemen aan de andere kant van het Kanaal worden verklaard door de Brexit, maar de terugkeer van handelsbelemmeringen met Europa is één van de oorzaken.

Betekent minder internationale handel een economie in recessie? De negatieve impact van de brexit op de macro-economie zou die bezorgdheid kunnen aanwakkeren, te meer daar de wereldhandel daadwerkelijk onder druk komt te staan. Deglobalisering en een nieuwe golf van protectionisme is de laatste tijd regelmatig in het nieuws. Laat ons dit eerst kort verduidelijken en daarna de mogelijke gevolgen ervan.

Bedreigingen van de internationale handel

Er is natuurlijk het effect van sancties en tegensancties gelinkt aan de Russische invasie van Oekraïne, hoewel we weten dat een deel van de handel met de agressor nog steeds doorgaat. De wereldhandel neemt niet af als de Russische export van fossiele brandstoffen van Europa naar India wordt omgeleid en de Europeanen van de Indiërs kopen wat zij van de Russen kochten.

Het idee van deglobalisering komt ook voort uit de herbeoordeling van de betrouwbaarheid van China, de "fabriek van de wereld". Of het nu gaat om de aankoop van mondklappers, halfgeleiders, zeldzame aardmetalen of medicijnen, Covid, en de disruptie van productieketens die erdoor veroorzaakt werden, maakte ons bewust van ons verlies aan veerkracht en van onze strategische afhankelijkheid ten opzichte van een land dat buiten zijn grenzen even oorlogszuchtig zou kunnen zijn als het gewelddadig is binnen hetgeen het zelf als zijn eigen grenzen beschouwt. Montesquieu sprak van "zachte handel", waarbij mensen inzien dat ze meer te winnen hebben bij handel drijven dan bij oorlog voeren, maar Poetin toonde - of herinnerde eraan - dat de rationaliteit van het nationale economische belang niet altijd het belangrijkste beslissingscriterium is, zeker niet bij ondemocratische regimes.

Ten slotte won dit deglobaliseringsscenario ook terrein met het industriële beleid rond de milieutransitie dat door de Verenigde Staten van Joe Biden wordt gevoerd. Het is een beleid van expliciet protectionistische aard aangezien het belangrijke fiscale steun afhankelijk maakt van lokale productie. In plaats van Donald Trump's "America First" de rug

toe te keren, trad Joe Biden in zijn voetspoor door middel van "Buy American". Als reactie gingen er in Europa stemmen op om lik op stuk te geven, met het vooruitzicht op een escalerend protectionisme. Daarenboven wordt verwacht dat de milieumaatregelen die Europa neemt, met name het mechanisme om in Europa ingevoerde goederen die geproduceerd werden onder soepele milieuwetgevingen aan de grenzen te belasten, ook op de handel zullen wegen.

Naar een duidelijke deglobalisatie?

De dagen van bloeiende internationale handel liggen achter ons. Dit feit, hetgeen misschien als een verrassing kan komen, begint te dateren. Gebaseerd op directe buitenlandse investeringen en import en export in percentage van het bbp, geven de indicatoren aan dat de laatste 15 jaar de internationale handel stagneert in verhouding tot de omvang van de wereldeconomie.

Is deze stagnatie slechts een eerste stap, een inflectie die een komende afname aankondigt? Hoewel we een dergelijk scenario niet kunnen uitsluiten, is het zeer onwaarschijnlijk. Toegegeven, er zijn sectoren, denken we maar aan farma, technologie, defensie, voedsel- of energieproductie waar een herlokalisering ("reshoring") dient overwogen te worden. Deze herlokalisering kan naar "thuis" zijn of naar een land dat als stabiel of betrouwbaarder wordt beschouwd ("friendshoring" of "allyshoring"). Desalniettemin zal het verschil in loonkosten tussen ontwikkelde en opkomende landen (emerging markets), het waarschijnlijk maken dat bedrijven zo veel als mogelijk elders zullen blijven produceren, een verschil dat overigens nog meer uitgesproken is met landen die nog niet als "emerging" worden aanzien (de zogenaamde "frontier markets"), in het bijzonder in Afrika. Bovendien zal deze productie op zijn minst de impliciete steun van de overheid kennen. De overheid wil immers niet dat de toegang tot goedkope goederen, speelgoed "made in China" als voorbeeldje, moeilijker wordt gemaakt, omdat dit de inflatie en de onvrede onder de bevolking zou aanwakkeren.

Beperkte impact voor de economie

A priori verhoogt internationale handel de omvang van de economische taart. Dit is één van de basislessen van David Ricardo uit de klassieke economie dat al dateert uit de 19e eeuw. De impact van internationale handel mag echter niet worden overschat. De Britse problemen zijn lang niet alleen te verklaren door de Brexit noch door het Trans-Atlantisch Handels- en Investeringspartnerschap (TTIP) tussen Europa en de Verenigde Staten waarvan de de geschatte cumulatieve positieve impact amper 0.5% van het BNP over 15 jaar bedraagt.

We moeten ons ook realiseren dat internationale handel sociale en milieukosten veroorzaakt. Op sociaal vlak zijn er, ondanks het feit dat de economische activiteit toeneemt, ook verliezers door de destructie van jobs die vaak stabiel en

relatief goed betaald waren. Dit neveneffect zorgt voor een slecht sociaal klimaat, een verlies aan sociale cohesie, wantrouwen in de toekomst en in anderen, en voor een toename van het populisme. Minder offshoring hoeft dus niet per se een slechte zaak te zijn. Ook op milieuvlak is een krimpende handel niet noodzakelijk negatief. Als het leidt tot lager gas- en oliegebruik, of als het zorgt dat de kosten van maritiem of luchttransport meer in overeenstemming zijn met de milieuschade die ze veroorzaken, dan is er geen reden om een traan te laten voor een daling van de internationale handel!

Moeten we tot slot ontevreden zijn over het Amerikaans milieubeleid met zijn zeer protectionistische ondertoon? De uitdagingen van de wereld zijn van dien aard en onze onderlinge afhankelijkheid is zodanig groot dat we liever zouden zien dat de twee belangrijkste democratische regio's van de planeet, de Verenigde Staten en Europa, zouden

samenwerken. Wat dat betreft is het Amerikaanse isolement zeker teleurstellend. De 370 miljard dollar aan groene subsidies dienen echter niet als negatief te worden gezien, enkel als sub-optimaal. We zouden pas van negatief kunnen spreken als de VS niets zou doen voor de milieutransitie. Met deze subsidies gaan we de goede kant op, ook al hadden we liever gezien dat ze naar de beste oplossingen gingen en niet naar louter Amerikaanse oplossingen.

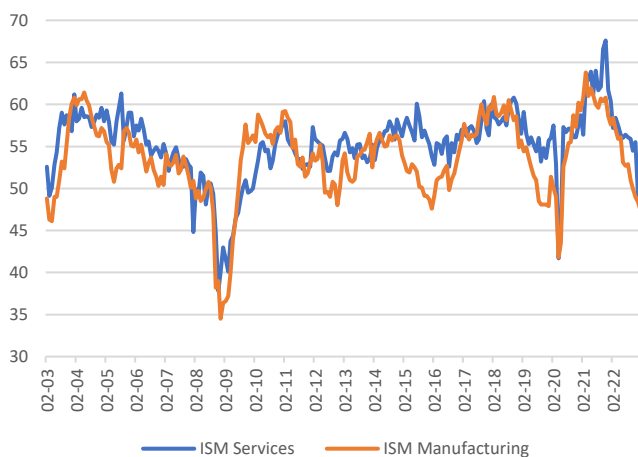
Al met al zien wij de huidige wolken boven de internationale economische betrekkingen niet als een ernstige bedreiging voor de economische bedrijvigheid op middellange termijn.

Etienne de Callatay – etienne.decaltay@orcadia.eu

ALLOCATIE & STRATEGIE

Verskillende indicatoren wijzen op een recessie in de VS...

In de VS zien we meer en meer tekenen dat de **economie significant vertraagt** en mogelijk op een recessie afstevent. Omwille van de niet aflatende reeks renteverhogingen door de FED en de recente daling van de 10-jarige rente is het **verschil tussen de langetermijnrente (10 jaar) en de kortetermijnrente (3 maanden) negatief** geworden. In het verleden bleek dit een **betrouwbare indicator voor een nakende recessie**. We zien ook dat na de ISM-manufacturing index de voorlopende indicator voor de dienstensector in december markant daalde, om in januari even snel terug op te veren. De hamvraag is welke van de twee het buitenbeentje is.

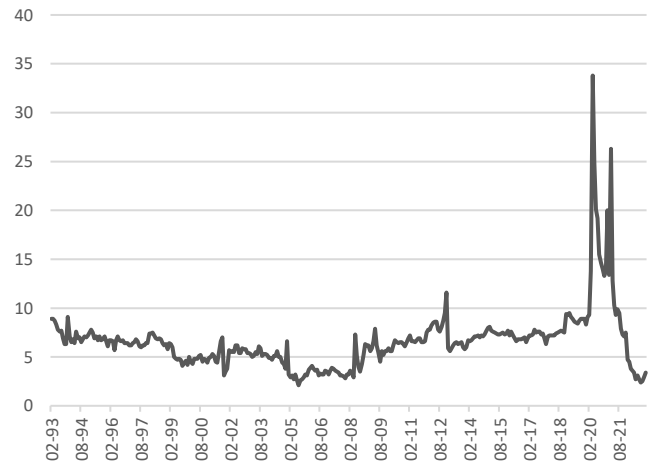


Bron: Bloomberg

Bij de **manufacturing-index** is vooral de sub-index van de **“new orders”** verontrustend. De afgelopen 40 jaar bevond deze index zich slechts zelden beneden het huidige niveau en toen volgde telkens een recessie. Tenslotte blijken de **banken voorzigtiger** te worden in hun kredietverlening, iets dat we vaak zien voorafgaand aan een recessie.

... maar ook verschillende die het tegenovergestelde aangeven

Anderzijds zijn er ook **verschillende indicatoren die op het tegendeel wijzen**. Consumenten blijven besteden (een toename op jaarbasis van 2.1% tijdens het 4de kwartaal), hoewel de lonen de inflatie niet volgden. Ze konden dit door het aanspreken van de *excess savings* (de pieken op de grafiek) waardoor de spaarquote de laatste 30 jaar nooit zo laag was. En hoewel een aantal massale ontslagrondes bij de techgiganten het nieuws halen (maar dit moet genuanceerd worden want gemiddeld gesproken hebben ze zelfs na de ontslagen nog steeds meer werknemers dan voor de pandemie), zien we dat de **werkloosheidsgraad historisch laag** blijft. Daarenboven werden de **afgelopen maanden nog steeds netto zowat 200.000 tot 250.000** (en vorige maand zelfs meer dan 500.000) **jobs per maand gecreëerd**.

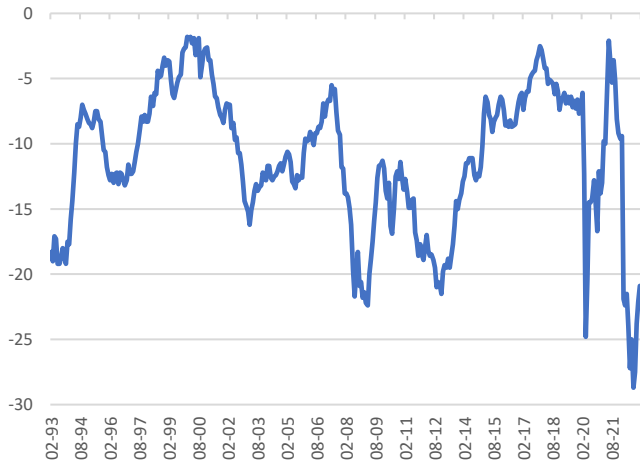


Bron: Bloomberg – Spaarquote Verenigde Staten

Ook de zogenaamde JOLTs, **het aantal opstaande vacatures, blijft historisch hoog** en zakte de afgelopen maanden amper waardoor zowat 2 jobs per werkloze beschikbaar blijven, niet direct iets dat wijst op een recessie. De combinatie van deze elementen laat ons besluiten dat de Amerikaanse economie wel degelijk vertraagt, maar dat een zware recessie onwaarschijnlijk is en dat we wellicht te maken zullen hebben met een significante *“mid cycle slowdown”* of met een beperkte *“technische recessie”*.

De Europese economische situatie verbetert

De situatie in Europa werd het afgelopen kwartaal merkkelijk positiever. Nu de lente in zicht is lijkt de **kans op een zeer strenge winter**, met mogelijke gastekorten, een prijsexplosie en een zeer zware recessie als gevolg, **klein geworden**. Doordat de gezinnen en de bedrijven hun gedrag hebben aangepast, wordt er merkkelijk minder gas verbruikt en waren de voorraden (op gelijkaardige momenten) nog nooit zo hoog (> 70% van de maximale capaciteit volgens Gas Infrastructure Europe). Dit had een **spectaculaire daling van de gasprijs** als gevolg (de huidige prijs is zowat 6x lager dan de piek van eind augustus). **Een recessie in Europa blijft desalniettemin zeer waarschijnlijk**. Hoewel hij al merkkelijk steeg tegenover het dieptepunt van oktober wijst de **voorlopende PMI-indicator** voor de industrie met 48.8 punten nog steeds op een **afnemende activiteit**. En hoewel de afgelopen maanden het **consumentenvertrouwen** ietwat verbeterde, bevinden we ons **nog steeds op niveaus die we zagen tijdens zware recessies**. We merken ook op dat de **banken merkkelijk strenger** werden in het toekennen van nieuwe kredieten. Daarnaast staat de **vraag naar leningen** door de stijgende rente **onder druk**. Dit zal ongetwijfeld in de komende maanden wegen op de Europese economie.

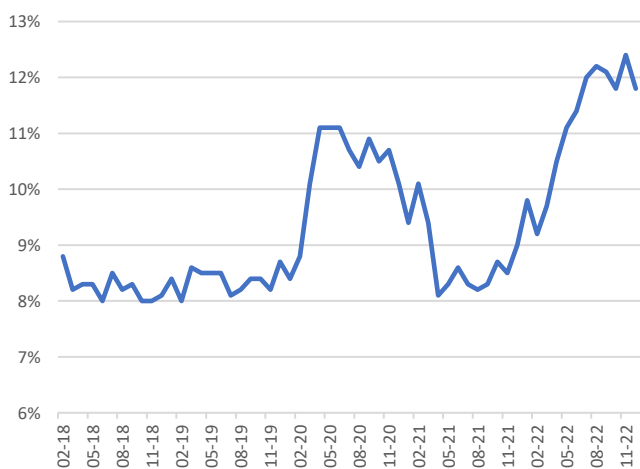


Bron: Bloomberg – Consumentenvertrouwen Eurozone

Anderzijds blijft de **arbeidsmarkt in goede doen**. De werkloosheidsgraad bleef in december onveranderd op 6.6%, het laagste peil sinds de start van de datareeks in 1995. We verwachten dan ook dat het sentiment in Europa, op voorwaarde dat de situatie op geopolitiek en energievlak onveranderd blijft, langzaam zal herstellen; zeker als zal blijken dat voor een aantal consumenten de uiteindelijke afrekening van de energiefactuur minder pijnlijk zal zijn dan hetgeen een paar maanden geleden kon worden gevreesd.

De Chinese economie zal aantrekken ...

Nu recentelijk de Chinese overheid het geweer van schouder veranderde rond haar Covid-politiek zal de Chinese economie wellicht aantrekken, eens de piek van het aantal besmettingen achter de rug ligt. We zien hiervoor **verschillende redenen**. Ten eerste is er de **monetaire politiek** die, in tegenstelling tot in het westen, **expansief** is. De PBoC kan zich dat veroorloven want op inflatievlak is hun situatie tegenovergesteld aan de onze. Met een core inflatie van amper 0.6%, die daarenboven in een dalende trend zit, vreest de centrale bank eerder deflatie dan inflatie. We zien dan ook een sterke toename van de monetaire massa en de kredietverstrekking, hetgeen in de komende maanden de Chinese economie zou moeten aanzwengelen.



Bron: Bloomberg – Chinese monetaire massa (M2)

Ten tweede hebben – net zoals de Europeanen en de Amerikanen – de Chinezen tijdens de lockdown **“excess savings” opgebouwd**, volgens een studie van Société Générale goed voor zowat 7% van het BNP. Indien zelfs maar een gedeelte hiervan wordt uitgegeven in de komende kwartalen, dan zal dit de Chinese groei duidelijk aanwakkeren.

... net zoals in de rest van Azië

De aantrekkende groei zou volgens het IMF niet beperkt blijven tot **China** (waar ze voor dit jaar **5.9% groei** verwachten) maar zich ook manifesteren in **India (7% groei)** en de rest van **emerging Azië (6.2% groei)**. Dit zou ook **voor Duitsland goed nieuws** zijn aangezien het een van hun belangrijkste exportmarkten is. Daarnaast zal het ongetwijfeld een **invloed hebben op de grondstoffenrijzen**, hetgeen het voor de Westerse centrale banken moeilijker zal maken om de inflatie de kop in te drukken.

Europese inflatie daalt eindelijk

In navolging van de VS krijgen we in Europa voor het eerst in lange tijd goed nieuws op inflatievlak. Dit is **vooral te danken aan de afname van de energie-inflatie** die in januari terugviel naar 17% van een piek van 41% in oktober. **Naarmate de tijd voorbijgaat zal, door de basiseffecten, de energie-inflatie omslaan in deflatie. Minder goed nieuws kwam er van de voedselprijzen die sterk (+14% op jaarbasis) blijven stijgen.**

Einde van de renteverhogingen in de VS in zicht...

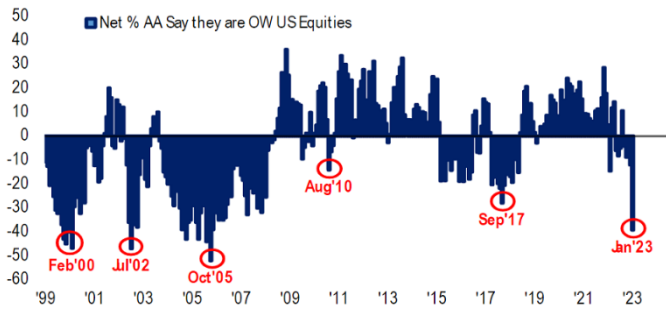
In de VS viel de inflatie al eerder terug en we verwachten dat deze trend zich zal doorzetten. Ook de **core CPI** (zonder energie en voedselprijzen) zal **in de komende maanden** wellicht duidelijk **beginnen dalen**. De **belangrijkste reden** hiervoor is de stagnatie of zelfs daling van de huizenprijzen die de **stijging van de home owner equivalent rent** zal afremmen of zelf tenietdoen. **Dit zal de FED in staat stellen om de cyclus van renteverhogingen stilaan af te ronden**. Ze wordt hierbij gesterkt door het afzakken van de loonsverhogingen (die ondanks de recent gedaalde inflatie in reële termen nog altijd negatief blijven) en door het feit dat de inflatieverwachtingen op middellange termijn van de Amerikaanse consument weer genormaliseerd zijn.

... maar nog niet in Europa

In de Eurozone zagen we de afgelopen maanden in bepaalde landen de **core-inflatie** licht toenemen. Aangezien deze **merkelijk boven de doelstelling van de ECB blijft uitsteken** en zij later begon met de rente op te trekken, vermoeden we dat **na de renteverhoging van 0.5% in februari er nog anderen zullen volgen**.

Aandelenallocatie: niet te sterk afwijken van de norm

Gezien de verslechterende economische vooruitzichten zouden we, binnen een **globaal gezien neutrale aandelenallocatie, de VS niet langer overwegen**. De waarderingen zijn er duidelijk hoger dan in andere regio's en de marges die zich bijna op topniveaus bevinden zouden onder druk kunnen komen te staan. Anderzijds is de piek in de langetermijnrente in de VS wellicht achter de rug hetgeen positief is voor de waardering van groeiaandelen die bovengemiddeld doorwegen op de Amerikaanse markt. Daarnaast presteerde de Amerikaanse aandelenmarkt merkelijk zwakker de afgelopen maanden en waren er in de afgelopen 15 jaar nooit zo veel fondsenbeheerders zo negatief over de regio, hetgeen vanuit een contrarian standpunt deze aandelen aantrekkelijk maakt.



Bron: Bank of America global fund manager survey januari 2023

Ook in Europa zouden we geen belangrijke afwijkingen meer nemen tegenover de benchmark nu het risico op een zware recessie niet langer aanwezig lijkt. Toch dienen we nog steeds rekening te houden met de volatiliteit die de geopolitieke

situatie met zich mee kan brengen. Indien in de komende periode blijkt dat het **verschil in economische groei tussen de emerging markets en de ontwikkelde landen** terug oploopt zal dit **goed nieuws zijn voor de emerging markets, zeker in combinatie met de verzwakkende dollar**. Het tegenargument dat deze aandelen de laatste paar maanden al flink gestegen zijn, wordt ons inziens tenietgedaan door de relatieve performances op middellange termijn. **Daarnaast kunnen belangrijke grondstoffeneconomieën zoals Canada of Australië profiteren van een aantrekkende groei in de emerging markets** aangezien de grondstoffenprijzen door de hogere vraag wellicht zullen stijgen, hetgeen de winsten van de bedrijven uit deze landen ten gunste zal komen.

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.