

MACRO-ECONOMISCHE CONTEXT: Een kranige oude dame

“Dank u financiële markten” schrijven kan overkomen als provoceren op het moment dat Silicon Valley Bank, Credit Suisse en heel recent First Republic Bank ons er nadrukkelijk aan herinneren dat de financiële sector een belangrijk instabiliteitsrisico vormt voor de zogenaamde “echte” economie. En toch...

Niet dat we gaan ontkennen dat banken intrinsiek risicovol zijn. Hun businessmodel bestaat er immers in om met een beperkte hoeveelheid aan eigen middelen geld te lenen van klanten om dat dan aan andere klanten te lenen. Hierbij is er een stimulans om zelf risico te nemen en meer nog om anderen risico te laten nemen aangezien het de winstgevendheid opkrikt. De activiteit zal, onder normale omstandigheden, des te rendabeler zijn als men op lange termijn leent hetgeen men op korte termijn heeft geleend en vooral leent aan risicovollere tegenpartijen met het aanhouden van een zo klein mogelijke eigen kapitaalbuffer als schokdemper. Hierbij houdt het vanzelfsprekend niet op want de financiële markten reiken in overvloed stokken aan om ze mee te slaan: ondoorzichtige producten, geld met een reukje aan, fiscale constructies, tegenstrijdige belangen van de klant met die van de bank, “greenwashing”, buitensporige vergoedingen, de lijst met aanslagen op het algemeen welzijn is lang.

Waarom durven we dan toch “dankjewel financiële markten” zeggen? Niet om te choqueren. Evenmin om academisch de deugden van banking en finance te herhalen, te beginnen met sommigen in staat te stellen hun consumptie beter te spreiden in de tijd en om anderen in staat te stellen waarde-creërende projecten op te starten. De aanleiding voor deze bescheiden, geïnspireerd door David Van Reybrouck, “Ode” van de dag ligt ergens anders. Waarbij we herhalen dat een ode niet eenzijdig positief moet zijn. Hoewel de financiële markt zich soms sterk als een kudde schapen gedraagt, is één van haar verdiensten dat ze aanzet om zichzelf in vraag te stellen en zo vermijdt om in de val van vooroordelen te trappen. We gebruiken de visie op het “Oude Continent” hier als illustratie.

Het veroordeelde Europa

Wat is de afgelopen negen maanden, de tijd van een zwangerschap, de perceptie rond Europa niet veranderd. Afgelopen zomer, was het zo klaar als pomppwater dat de vooruitzichten voor de Europese Unie meer dan somber waren. De consensus was destijds dat door de nabijheid van het oorlogsfront, de zeer grote afhankelijkheid van geïmporteerde fossiele brandstoffen, in het bijzonder Russisch gas, en haar structurele zwakheden op het gebied van demografie, arbeidsmarkt, innovatie, ondernemerschap, heterogeniteit, politieke besluitvorming of bestuurlijk apparaat, het niet anders kon dat Europa een zware periode tegemoet ging. Door een zwakke trendgroei was het onmogelijk om te ontsnappen aan een recessie. De Europese inflatie zou boven de Amerikaanse uittorenen aangezien de VS dankzij haar

zelfvoorzienendheid op energievlak in tegenstelling tot Europa haar gas en elektriciteitsrekeningen niet zag exploderen.

De financiële gevolgen van dit scenario waren duidelijk: recessie, aanhoudende inflatie, verlies van concurrentievermogen op energievlak, de winstgevendheid van Europese bedrijven zou in elkaar klappen. Bovendien kon de euro in een dergelijke context alleen maar verzwakken, hetgeen Amerikaanse activa nog aantrekkelijker maakte voor de Europese belegger. Vergeleken met een jaar eerder was de eenheidsmunt, toen ze in september 2022 onder de pariteit zakte, spectaculair in waarde gezakt (meer dan 20% verlies).

Europa dat verrast

Hoewel alle sterren tegen haar gealigneerd leken, bleek Europa veel robuuster dan gedacht, en de financiële markten beloonden degenen die geen rekening hielden met de simplistische visie van een op drift geraakt “Oud Continent”.

In 2022 zal een fameuze kloof geslagen zijn tussen de BBP-groei van Europa en de VS. Het IMF schat de omvang van deze kloof op niet minder dan 1,4 procentpunt (World Economic Outlook, april 2023) ... in het voordeel van Europa! Inderdaad, de schattingen zijn respectievelijk +3,5% en +2,1%! Op inflatievlak kwam de gevreesde dichotomie door de stijgende gas- en elektriciteitsprijzen en door een meer rigide arbeidsmarkt, hetgeen een prijs / loonspiraal waarschijnlijker maakt, er niet: de inflatie bedroeg 8.4% in de eurozone en 8% in de VS.

Schaarste, richting van handelsstromen, de industrie die verstikt zou worden door een veel hogere energiekost dan in de VS, een verlies aan concurrentievermogen... In combinatie met de eerdergenoemde litanie aan structurele problemen die Europa kenmerken kon de handelsbalans niet anders dan ineenzakken. En ze ging effectief ook de dieperik in... maar om daarna opnieuw op te veren! Van een overschot van 3% van het bbp begin 2021 ging ze naar een tekort van 3% medio 2022. Deze zware inzinking was niet het gevolg van een volume-effect maar van een prijseffect dat versterkt werd door een valuta-effect (depreciatie van de euro) maar ze keerde daarna opnieuw om. Eerste schattingen begin dit jaar wijzen opnieuw op een overschot van zowat 2% (zie Xerfi, 24 april 2023).

De dubbele performance van activa uit de eurozone

Het Europa dat dicht bij het front ligt en dus meer door de oorlog bedreigd wordt, het Europa dat verweesd achterblijft na de Brexit, het Europa van de politieke kakofonie, het afhankelijke Europa of het nu gaat om energie, veiligheid of handel, het Europa van de zware sociale overeenkomsten en de heterogeniteit van haar voorkeuren in het bijzonder op budgettair vlak, het Europa zonder technologiegiganten... dat Europa slaagde erin om beter weerstand te bieden. Op economisch vlak en zelfs nog meer op beursvlak en niet enkel dankzij een winter die minder streng was dan gevreesd. Binnen dit Europa deed de aandelenmarkt van de eurozone, die regio

met haar curiositeit van een gemeenschappelijke munt voor sterk verschillende landen, het zelfs nog beter.

Zo steeg de MSCI-index van aandelen uit de eurozone de afgelopen zes maanden, tussen begin november en eind april, met 18.1%, terwijl haar Amerikaanse tegenhanger, in dollar, "slechts" 8.4% steeg. En deze outperformance in lokale munt ging gepaard met een appreciatie van de euro tegenover de dollar over deze periode van 11.4%. In euro uitgedrukt ging de Amerikaanse beurs er met andere woorden zowat 3% op achteruit. De stijging van de euro was dan ook spectaculair.

Het is natuurlijk onmogelijk om categoriek te zijn over de toekomst van het beursverschil tussen de Europese Monetaire

Unie en de Verenigde Staten. Geopolitieke spanningen, economische groei, bedrijfsmarges, sectorale samenstelling, klimaat, protectionisme, meer dan genoeg gekende bronnen van onzekerheid die deze twee regio's op verschillende manieren zullen beïnvloeden. Maar laten we in elk geval de les onthouden van niet te categoriek te zijn in het oordeel over hun relatieve sterktes en zwaktes. Wat de wisselkoers betreft laat de huidige handelsbalans en meer algemeen de koopkrachtpariteit, vermoeden dat de euro wellicht verder zal appreciëren.

Etienne de Callatay – etienne.decallatay@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.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.