

MACRO-ECONOMISCHE CONTEXT: Milieureglementering en financiële markten?

Dat sommige, meer extreme, politici betwisten dat milieukwesties zoals CO₂-emissies, klimaatverandering en verlies aan biodiversiteit prioriteit verdienen is wellicht weinig verwonderlijk. Het interpelleert daarentegen wel wanneer de Franse president Macron gevolgd door de Belgische premier De Croo oproepen tot een pauze op vlak van milieureglementering, zelfs indien hun standpunten niet helemaal op één lijn liggen. Wat valt hierover te zeggen vanuit het perspectief van financiële economie en beleggingen?

Werkeloos toezien, de slechtste houding

Nee, de heren Macron en De Croo trekken het centrale economische feit en hetgeen de economie op één lijn brengt met de ethiek niet in twijfel: op planetaire schaal is niets doen op milieuvlak de grootste dwaasheid. Dit werd heel duidelijk met het "Stern Review on the Economics of Climate Change" uit 2006: niets doen bracht de hoogste economische kost met zich mee. In het Stern-rapport achtte men een aanpassing van amper 1% van het bbp als voldoende om de effecten van klimaatverandering aanzienlijk te verminderen. Met andere woorden een echt wel beperkte economische kost. En het betoog rond het klimaat kan worden doorgetrokken naar biodiversiteit, dat andere belangrijk milieuvraagstuk, zelfs al is het hier moeilijker om een economische waarde te bepalen.

We weten dat we iets moeten doen, we weten wat we moeten doen, en het kost veel minder om iets te doen dan niets te doen... en toch doen we niets, of veel te weinig. Hoe valt dit te verklaren? Een econoom ziet hierin een prisoner's dilemma: individueel hebben we strikt genomen geen financieel belang bij iets doen: als de rest iets doet voor het milieu, "is de wereld gered", zelfs als ik zelf niet verander. Als de rest niets doet "is het om zeep", zelfs als ik de moeite deed om te veranderen. Het probleem dat zich stelt is een gebrek aan coördinatie, vergelijkbaar met iemand die zijn huis op orde wil houden maar wordt afgeschrikt door de passiviteit van zijn burens.

Het doembeeld van het verlies aan concurrentievermogen

Dit probleem van niet-coördinatie wordt het vaakst naar voor geschoven door diegenen die een reglementaire pauze vragen onder de vorm van angst voor verlies aan concurrentievermogen. Als Europa veeleisender is dan de rest van de wereld met China, India en de Verenigde Staten op kop, zullen investeringen en activiteiten delokaliseren en verandert er niets voor de planeet terwijl Europa zal verarmen en daardoor de situatie uiteindelijk slechter zal zijn dan voorheen.

We kunnen op drie manieren een antwoord bieden op deze angst. Een eerste antwoord is dat een kleine open economie die alleen handelt wel degelijk zal worden beïnvloed door de mobiliteit van de productiefactoren, maar dat dit probleem zich veel minder stelt wanneer de regio zo rijk, uitgestrekt en divers is als Europa. Het belang van internationale handel met de rest van de wereld is voor Europa als regio slechts een fractie van het belang ervan voor België, Luxemburg of Frankrijk als land.

Het tweede antwoord is dat Europa de mogelijkheden heeft om tarifaire en non-tarifaire belemmeringen op te leggen op invoer van goederen en diensten die niet voldoen aan haar milieueisen, om zo landen die aan milieudumping doen geen concurrentieel voordeel te bieden. Dit is geen sciencefiction, het bestaat al. Toegegeven, het is momenteel beperkt tot vijf sectoren, maar niets verhindert een veralgemening. Het zal vanzelfsprekend weerstand oproepen want bepaalde goederen en diensten duurder maken of zelfs verbannen is niet populair.

Een derde antwoord is technologisch voordeel. Toen Tesla begon, had de angst dat de consument zou aarzelen een auto bij hen te kopen omdat een uitgebreid netwerk van laadstations ontbrak, tot een mislukking kunnen leiden... maar het werd een enorm succes. "Europa heeft geen olie maar wel ideeën". Zichzelf dwingen voorop te lopen op vlak van milieutransitie is een investering die alle kans van slagen heeft. In dit licht heeft Europa niets te winnen en veel te verliezen door een milieupauze in te lassen!

Milieu en beleggingen

Het voorbeeld van Tesla kan worden uitgebreid. Beursgenoteerde bedrijven die bekommerd zijn om het milieu boeken lang niet de ondermaatse prestaties die competitiviteitsaanhangers zouden voorspellen terwijl ze rechtstreeks moeten concurreren met bedrijven die zich niet met dat soort dingen bezighouden.

We moeten ons hoeden voor clichés maar de aandacht voor het milieu lijkt in Europa groter te zijn dan in de Verenigde Staten of in de emerging markets. Zal dit ertoe leiden dat de Europese markten minder presteren? Dienen we, gezien het strengere reglementair kader, Europese aandelen te onderwegen? Moeten we rekening houden met een zwakkere Europese groei en dus een structureel zwakke euro of extra druk op de houdbaarheid van de Europese overheidsschuld? Wij denken van niet. Integendeel, het is een troef voor Europa. De overgang zal zwaarder zijn voor wie lager begint: lees meer vervuult en schadelijker is voor de natuur.

Het vooruitzicht van een ecologische transitie kan ook angst oproepen bij beleggers, die vrezen voor meer inflatie en minder winst voor bedrijven. Ook deze angst lijkt ons ongegrond. De transitie zal weliswaar bepaalde prijzen doen stijgen zoals die van voeding of reizen, maar, zoals we reeds in 2022 schreven, is inflatie niet de vijand van beursgenoteerde bedrijven. En de financiële geschiedenis leert ook dat bedrijven die achterblijven op vlak van innovatie en zich niet aanpassen, daar vroeg of laat de rekening voor gepresenteerd krijgen. De milieutransitie is verstorend. Ze zorgt voor verliezers en winnaars. Op de markten is het soms een illusie om te geloven dat we de "grote trends" kunnen identificeren, maar de milieutransitie zal er zeker deel van uitmaken.

ALLOCATIE & STRATEGIE

Industrie en diensten geven een verschillend beeld

Op economisch vlak blijft de **dichotomie tussen industrie en dienstensector** nog steeds duidelijk aanwezig. Aankoopdirecteuren uit de **industrie** blijven **negatief gestemd** in zowel de Eurozone als de VS en op basis van deze vooruitlopende indicator stevenen we in beide regio's af op een recessie. Aankoopdirecteuren uit de **dienstensector** daarentegen zijn **helemaal niet zo negatief**. In de VS laten ze een beperkte groei vermoeden. In Europa steeg de voorlopende PMI-indicator de afgelopen maanden richting de hoogste punten van de afgelopen 10 jaar. Dit deel van de economie zou dus duidelijk moeten versnellen, en ze weegt merkkelijk zwaarder dan de industrie.

Consument zegt somber te zijn...

Enquêtes naar het consumentenvertrouwen, die in het verleden relatief goed het gedrag van de consument voorspelden, **blijken de laatste tijd onbetrouwbaar**. De **consument** geeft aan dat hij **negatief gestemd is maar blijft desalniettemin vlot spenderen**. We zien hiervoor een aantal mogelijke verklaringen. Nieuwsberichten rond geopolitieke spanningen waarbij kernmachten zijn betrokken (de oorlog in Oekraïne, de relatie tussen China en de VS), de politieke situatie in de VS (waar het vinden van een consensus tussen democraten en republikeinen steeds moeilijker lijkt te worden) en de inflatie die ons verarmd, helpen natuurlijk niet om optimistisch gestemd te zijn.

... maar ziet geen redenen om niet te besteden

Anderzijds ziet "Average Joe" dat de **waarde van zijn huis** de afgelopen jaren **toenam**; dat de **werkloosheid zeer laag** is en het aanbod aan jobs zeer ruim blijft en dat hij zich met andere woorden geen zorgen dient te maken over zijn inkomen; en dat het **spaarpotje van het verplicht sparen** tijdens de pandemie nog steeds **niet is uitgeput**. Hij ziet met andere woorden **geen dringende redenen om zijn portefeuille dicht te houden**.

Impact hogere hypotheekrente is eerder beperkt

Dat door de **toegenomen rente** het aflossen van een krediet voor een nieuwe woning een pak zwaarder is geworden (op het hoogste peil in zowat 40 jaar in de VS) is **slecht nieuws voor wie een nieuwe woning wenst te kopen** maar voor de **bestaande huiseigenaars** als groep is de **impact** van de rentestijging **miniem** aangezien in de VS minder dan 5% van de uitstaande hypotheekleningen een variabele rente hebben (tegenover meer dan 20% net voor de financiële crisis). De onmiddellijke economische impact zal ook beperkter zijn dan in het verleden omdat het aandeel nieuwgebouwde woningen toeneemt in de huizenverkoop. Bestaande woningen komen immers minder snel op de markt omdat hun eigenaars hun (zeer) gunstige financiering niet willen verliezen (bij het aangaan van een lening voor de nieuwe woning gelden natuurlijk de huidige rentevoeten)

Jobcreatie op een hoog peil

Op inkomensvlak zien we dat het **aantal gecreëerde jobs hoog blijft** (339.000 in mei, merkkelijk hoger dan de verwachte 195.000) en dat het **aantal vacatures (jobopenings) historisch hoog blijven** ondanks de daling van de laatste maanden. De

toegenomen activiteitsgraad bij de bevolking is vanuit een macro-economisch standpunt ook duidelijk positief aangezien daardoor het globale inkomen van de consumenten als groep verhoogt en tegelijkertijd het aanbod verhoogd. **Deze globale tendens geldt ook voor de eurozone** waar de werkloosheid eveneens naar historisch lage niveaus is gedaald.



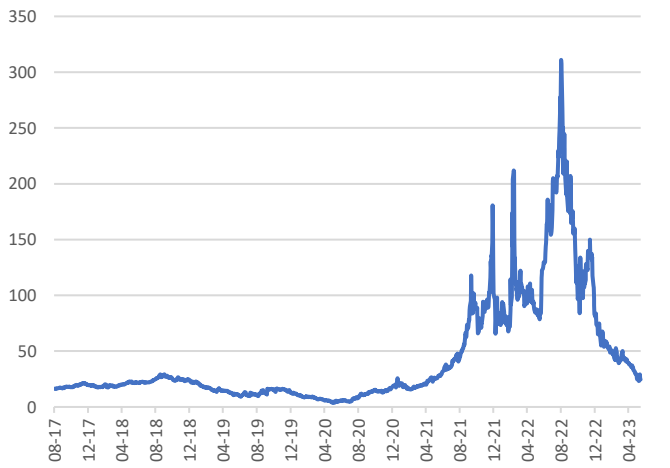
Bron: Bloomberg – werkgelegenheidsgraad 'prime age' (25-54 jaar)

Hoe diep zijn de zakken van de consument nog?

Dé vraag om de consumentenbestedingen in de komende maanden in te schatten is wellicht: **"Hoe is het met het spaarpotje van het 'verplicht sparen' gesteld"**. Dit spaarpotje stelde immers de Amerikaanse consument in staat om vrijelijk te besteden hoewel zijn loon geen gelijke tred hield met de inflatie. De omvang van het potje en hoe snel het besteed werd hangt vooral af van wat gezien wordt als 'normaal sparen'. Volgens de FED blijft er nog zowat 4% van het BNP in het potje. Zij nemen het gemiddelde spaargedrag van de 5 jaren voor de pandemie als de norm voor de berekening. Indien als 'normaal sparen' het gemiddelde spaargedrag na de financiële crisis wordt genomen, dan is de overblijvende spaarpot zowat de helft groter. Zoals meestal zal de waarheid wellicht in het midden liggen en kan de **gemiddelde Amerikaan zijn bestedingspatroon nog wel even volhouden**. Desalniettemin geven bedrijven die vooral de lage(re) sociale klassen als klanten hebben aan dat zij het moeilijker beginnen te krijgen.

Europese consumenten opnieuw meer ademruimte

In Europa verwachten we dat de consument, die in de tweede helft van vorig jaar de vinger op de knip hield, terug zal beginnen besteden. De energieschok verplichte immers een heel deel van de Europese bevolking om een significant deel van het spaarpotje door te storten naar de energieleverancier onder de vorm van dramatisch toegenomen voorafbetalingen. Nu de prijzen van aardgas (en hiervan afgeleid die van elektriciteit) significant gedaald zijn, zullen de energieleveranciers het te veel betaalde terugstorten, hetgeen ademruimte voor consumptie zal creëren.



Bron: Bloomberg – Groothandelsprijs Gas (TTF future)

Inflatie gaat de goede richting uit ...

Er is ook **gunstig nieuws** op vlak van inflatie. **Zowel in Europa als in de VS stijgen zowel de producentenprijzen als de consumentenprijzen duidelijk minder snel. Minder positief is dat dit vooral te danken is aan de sterke daling van de energiekost** (olie, gas, elektriciteit) terwijl bijvoorbeeld de toename van de voedselprijzen hoog blijft. Indien deze binnen een aantal maanden – als de basiseffecten voor energie langzaam uitgespeeld raken – niet merkbaar minder snel toenemen, is het best mogelijk dat de dalende inflatietrend uitdooft.

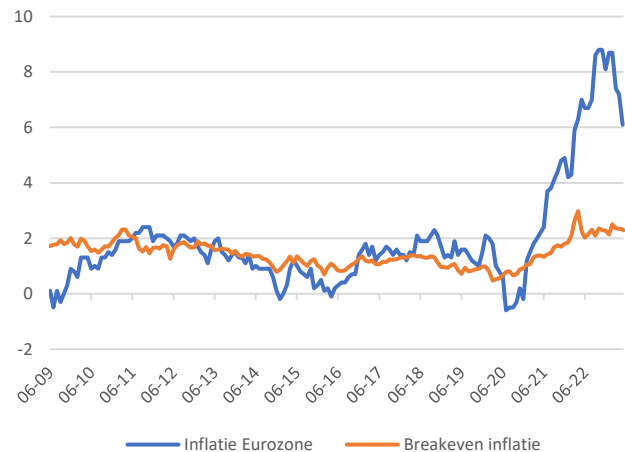
... maar nog niet onmiddellijk en rentedaling te verwachten

Dat de zogenaamde “core” inflatie (zonder voedsel en energieprijzen) nog steeds duidelijk boven de officiële inflatiedoelstelling van de FED en de ECB uittoert, geeft aan dat de **renteverhogingen (nog) niet het gewenste effect hadden**. Logischerwijs moeten de centrale banken de rente dus verder optrekken. Het probleem is echter dat de relatie is tussen renteverhogingen en groei (en dus afgeleid inflatie) niet één-op-één is en dat de benodigde tijd om impact te hebben ook nog eens variabel is doorheen de tijd. Een bijkomend probleem is dat de banken (vooral in de VS, duidelijk minder in Europa) significant strenger zijn geworden in hun kredietvoorwaarden en deze wellicht zullen blijven verscherpen als gevolg van de bancaire problemen (opnieuw vooral in de VS en niet in Europa). **Het meest plausibele scenario is dus dat de Amerikaanse centrale bank een pauze inlast, maar dat de ECB de rente verder blijft opkrikken.**

... hetgeen zich vertaalt in de obligatiekoersen

Op obligatievlak **naderen we in de VS wellicht de top van de langetermijnrente** aangezien de cyclus van verhogingen van de kortetermijnrente op haar laatste benen loopt, in een context waarbij de inflatieverwachtingen op middellange termijn gematigd blijven. In de komende weken kan er wel wat opwaartse druk ontstaan door massale nieuwe uitgiftes nu de *debt ceiling* verhoogd werd en de uitzonderlijke maatregelen teruggedraaid worden. We vermoeden dat in de eurozone de laatste renteverhoging door de ECB nog wel even op zich zal laten wachten. Ons inziens kunnen de **langetermijnrentes in de eurozone dus nog verder stijgen** en blijft een **onderweging in obligaties dus aangewezen**. We zouden deze onderweging echter **bepert houden**. Binnen het obligatiegedeelte vinden we **inflatiegelinkte obligaties nog steeds interessant** omdat de impliciete inflatie die dient betaald te worden niet te hoog is en

er een redelijke kans is dat de inflatie langer hoger blijft dan wat de markt verwacht.



Bron: Bloomberg, Orcadia AM

Voor aandelen klaar de situatie op

Op aandelenvlak klaarden een aantal dingen in positieve zin op. Het politieke risico rond het **schuldenplafond** is op zijn minst voor een tijdje **van de baan**.

De bedrijfsresultaten waren gemiddeld gezien beter dan verwacht. In de VS vielen ze weliswaar een kleine 3% terug, maar de markt had zich verwacht aan een daling van bijna 10%. In Europa was de prognose een daling van 5% maar gingen de resultaten er met 20% op vooruit. Een groot deel van deze positieve verrassing valt echter te verklaren door de winstevolutie in de bankensector en is eerder uitzonderlijk van aard.

De combinatie van beter dan verwachte bedrijfsresultaten (die ervoor zorgen dat analisten hun winstverwachtingen positief bijstellen) en de koersdalingen van vorig jaar zorgen ervoor dat de **Europese markt in lijn met zijn eigen historiek is gewaardeerd**. De waardering van de Amerikaanse markt is merkbaar hoger (18.5x de verwachte winst) dan de Europese (\pm 13x), maar dit kan echter grotendeels verklaard worden door verschillen in de samenstelling van de indices. In Europa wegen financiële instellingen (vooral banken) zwaar door, terwijl in de VS de technologiesector veruit de belangrijkste sector is. Ook in vergelijking met zijn eigen historiek is de waardering van **Amerikaanse markt** bovengemiddeld. Dit valt deels te verklaren door de evolutie van de samenstelling van de index waar het belang van de snelgroeiende (en vaak zeer winstgevende bedrijven zoals Google, Microsoft, Apple en diens meer) technologiebedrijven de laatste jaren fors is gestegen. Indien we dit in rekening brengen zijn de **huidige waarderingen niet overdreven te noemen**.

De combinatie van bovenstaande elementen geven aan dat een **onderweging niet aangewezen is. Toch blijven een aantal elementen** zoals bijvoorbeeld bovengemiddeld hoge winstmarges, evolutie van de rente en inflatie **voor voorzichtigheid pleiten**. Daarnaast bleek in het verleden dat strengere kredietvoorwaarden een voorbode voor dalende bedrijfswinsten zijn. **Een forse overweging lijkt dan op dit moment ook niet aan de orde.**

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.