

## MACRO-ECONOMISCHE CONTEXT: Chinese schaduwen

We moeten ons vanzelfsprekend hoeden voor pretentie, maar er zijn verwezenlijkingen waarop we terecht trots mogen zijn en door ze te benoemen kunnen we ook diegenen bedanken die ze mogelijk hebben gemaakt. Orcadia AM, opgericht in 2016, is succesvol zowel op vlak van beheerresultaten voor haar klanten als op vlak van haar groei. Dankzij deze tweede factor, dus dankzij u onze lezer, heeft ons statutair engagement om met een deel van onze winst goede doelen te steunen een mooie omvang gekregen.

We hebben ervoor gekozen ons mecenaat te focussen op de link tussen gezondheid en milieu, door het postdoctoraat van jonge, in België actieve, onderzoekers te financieren via een volledige beurs van ongeveer anderhalf jaar. Hiertoe werd binnen de Koning Boudewijnstichting een Orcadia Fonds opgericht met dr. Anneleen De Bonte als voorzitter, en werd een jury van deskundigen gevormd, voorgezeten door prof. Eric Lambin.

We schrijven 'onderzoekers', maar 'onderzoeksters' is meer aangewezen. Na een eerste vrouwelijke begunstigde, die werkt rond de aanwezigheid van verontreinigende stoffen in moedermelk, werden recent twee andere onderzoeksters geselecteerd. Hun studiedomeinen zijn enerzijds de impact van de opwarming van de aarde op de sterfte in België en anderzijds de gezondheidseffecten van maatregelen om de luchtkwaliteit te verbeteren.

De titel 'Chinese Schaduwen' ligt voor de hand, maar dringt zich op: China zal in 2023 effectief een schaduw hebben geworpen op de wereldeconomie. Aangezien het Middenrijk de op één na grootste economie ter wereld is, heeft wat daar gebeurt directe gevolgen voor ons, zelfs indien we andere elementen zoals politiek, geo-strategie of milieu buiten beschouwing laten. Een jaar geleden was het meest voorkomende scenario voor 2023 dat China, nu de pandemie ook daar achter zich werd gelaten, de economie zou stimuleren en dat dit een waardevolle boost zou zijn voor de worstelende westerse economieën. Terugkijkend was dit een dubbele vergissing: de Chinese motor sloeg niet opnieuw aan... en tegelijkertijd deden Europa en de Verenigde Staten het desondanks beter dan verwacht.

### Chinese hoofdbreker

De problemen van China zijn talrijk. De groei ligt ruim onder het tempo van vóór de coronacrisis en waar wij te klagen hadden over een scherpe inflatieopstoot, wordt China geconfronteerd met het tegenovergestelde probleem: deflatie. De jeugdwerkloosheid steeg sterk, de handelsbalans heeft niet langer het aanmatigend overschot van weleer, de nationale munt lijdt, de vastgoedsector is kwetsbaar, met opeenvolgend problemen bij Evergrande en Country Garden, twee mastodonten uit de sector, en bovendien lijkt de totale schuldenlast, de publieke en de private samen, problematisch. Te midden van dit alles blijft de consument, in tegenstelling tot in het Westen, voorzichtig. We staan ver verwijderd van de 'vrijheidsconsumptie' van huishoudens die popelen om de "excess savings" die – net als bij ons – tijdens de pandemie werden opgebouwd, uit te geven.

Het maakt niet uit, zul je denken, China verkeert in een positie om, indien nodig, de boel opnieuw op gang te trekken. Dat klopt, maar een kanttekening is aan de orde. Tijdens eerdere dieptepunten, en vooral tijdens de Grote Financiële Crisis van 2008-2009 – toen China nog pro-actiever was dan de Verenigde Staten – concentreerde het overheidsoptreden zich op investeringen en vastgoed. Destijds werkte het goed, maar vandaag de dag zijn deze kanalen om de economie aan te zwengelen dichtgeslibd. De Chinese economie is al uit balans,

met een tekort aan consumptie. Het is dus de consumptie die aangemoedigd moet worden.

### Problemen op middellange termijn.

Het Britse weekblad The Economist zette onlangs op haar voorpagina een illustratie van een Chinese draak als slak. Dit zette de huidige vertraging in de verf, maar China wordt ook geconfronteerd met een reeks uitdagingen op middellange termijn.

- Democratische aspiraties: het aanvaarden van autoritarisme in ruil voor efficiënt openbaar bestuur duurt maar zo lang deze efficiëntie wordt behaald en dat is momenteel verre van het geval. De mislukking van het zero covid-beleid is in dit opzicht sprekend;
- Demografie: een snel vergrijzende bevolking en een falend beleid om het geboortecijfer te verhogen;
- Afhankelijkheid van de export: met een combinatie van, en westerse partners die hun veerkracht proberen te verhogen (en die vandaag de dag toegeven dat de mondialisering ook slachtoffers maakt) en concurrenten die hun concurrentievermogen op loonvlak zien toenemen;
- Financiële instabiliteit: hoge private en publieke schulden;
- Milieu: de dringende noodzaak om vervuilende emissies terug te dringen, niet alleen om te voldoen aan de verwachtingen van importerende landen en aan de striktere regelgeving van de westerse autoriteiten – zoals bijvoorbeeld compenserende grensbelastingen om milieudumping te voorkomen, maar ook om interne redenen, zoals luchtkwaliteit, landbouwproductiviteit en watermanagement.

### Chinese koopjes?

De Chinese aandelenmarkt kende, ondanks een goede start van 2023, gedragen door de hoop op een krachtig post-covid herstel, de afgelopen twaalf maanden een significante underperformance waarbij zelfs de technologiesector ter plaatse trappelt hoewel aan de andere kant van de Stille Ocean de sector fors stijgt.

Momenteel is de Chinese aandelenmarkt aantrekkelijk gewaardeerd. Zogenaamde 'contrarian' beleggers zullen blij zijn hiervan te kunnen profiteren, en sommigen rekenen op een herstel volgend op de aankondiging van stimuleringsmaatregelen. Tegelijkertijd dient eraan herinnerd

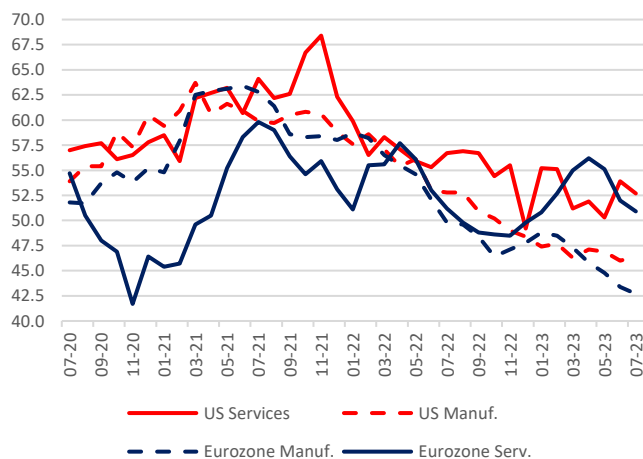
te worden dat het bijzonder moeilijk is zich een beeld te vormen van de huidige situatie in China, een moeilijkheid die wordt geaccentueerd door de toegenomen controle over de statistieken, zoals blijkt uit de stopzetting van de publicatie van cijfers over de jeugdwerkloosheid.

Etienne de Callatay – [etienne.decallatay@orcadia.eu](mailto:etienne.decallatay@orcadia.eu)

## ALLOCATIE & STRATEGIE

### Europese voorlopende indicatoren verzwakken

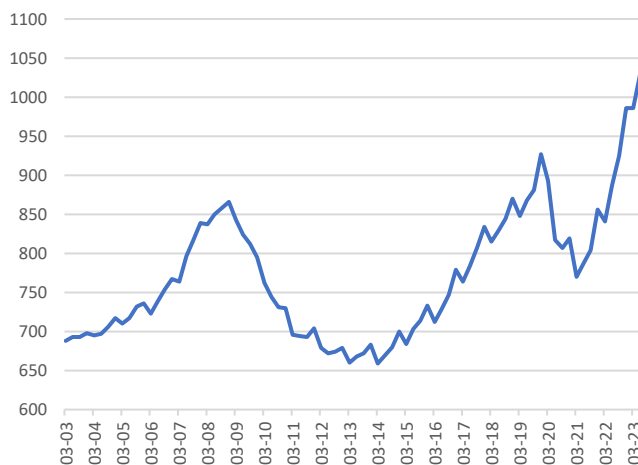
De voorlopende indicatoren voor de eurozone verzwakten verder over de zomer. De PMI-indicator voor de industrie viel terug tot 42.7 punten, hetgeen op een recessie wijst. Vooral in Duitsland heeft de industrie het zwaar gezien het belang van China in haar export. De dienstensector daarentegen houdt beter stand en wijst nog steeds op een – beperkte – economische groei. Op vlak van kredietverlening werden de banken kieskeuriger in hun kredietverstrekking maar ze melden ook een **significante daling van de vraag naar bedrijfskredieten**. Het logische gevolg is dat de bedrijfsinvesteringen in de nabije toekomst zullen terugvallen. In de VS is de situatie – vanuit het standpunt van de producenten – **rooskleuriger**. Daar blijft de voorlopende PMI-indicator voor de industrie zelfs comfortabel boven de 50 punten en ook uit de dienstensector komen er positieve geluiden.



Bron: Bloomberg – Voorlopende indicatoren (PMI)

### Amerikaanse consument blijft besteden ...

Dat de economische groei (2.4%) in de VS afgelopen trimester hoger uitkwam dan de verwachtingen (+1.8%) valt te verklaren door de **consument die ook het afgelopen trimester vlot bleef besteden**. Dit bevestigt nogmaals onze visie dat de Amerikaanse consument **vertrouwen put uit** de combinatie van een **lage schuldgraad** en een **hoge werkgelegenheidsgraad** en dat hij nog steeds kan putten uit de **opgebouwde excess savings** om zijn uitgaven te financieren. Rond de hamvraag wanneer deze spaarpot uitgeput zal zijn, lopen de meningen uiteen. Een studie van de FED stelt dat het merendeel al opgesoupeerd is, daar waar economen van Citigroup en JP Morgan stellen dat er nog ongeveer de helft overblijft. Indien we ervan uitgaan dat de waarheid in het midden ligt, valt te verwachten dat deze reserves de bestedingen nog enkele trimesters op peil kunnen houden. Achter het “globale” beeld zitten natuurlijk verschillende individuen en het lijkt er meer en meer op dat de **lagere sociale klassen het moeilijker beginnen te krijgen**. We zien bijvoorbeeld een **significante toename van de kredietverstrekking** naar de gezinnen en in het bijzonder **via kredietkaarten** (+16% op een jaar tijd). Daarnaast rapporteren banken dat de kredietverliezen merkbaar stijgen (van een toegegeven historisch lage basis) en opnieuw in lijn liggen met de pre-pandemie cijfers.



Bron: Bloomberg – evolutie kredietkaartschulden (in miljard USD)

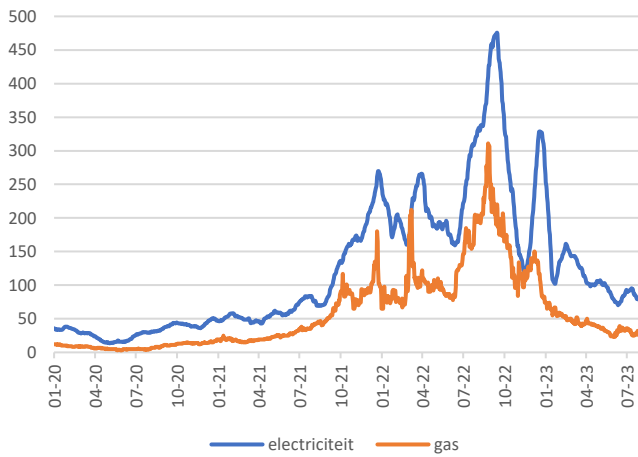
In de komende maanden komt het moratorium op de aflossing van studieschuld aan zijn einde, hetgeen volgens berekeningen van het *Bureau of Economic Analysis* zal neerkomen op een daling van het beschikbaar inkomen met zowat 0.2 procentpunten. Niet aangenaam voor diegenen die sinds maart 2020 niet moesten aflossen, maar vanuit macro-economisch standpunt niet onoverkomelijk. Daarenboven zit de studieschuld disproportioneel bij de betere verdieneren waar ook het merendeel van de nog overblijvende *excess savings* zich bevindt.

Het is van belang niet te vergeten dat voor zijn consumptie de **Amerikaanse consument niet alleen op zijn excess savings teert**, maar dat ze ook gesteund wordt door **de toename van het reëel inkomen**. Dit door een combinatie van 2 factoren: ten eerste de stijging van het aantal tewerkgestelden en ten tweede de toename van de lonen die – in tegenstelling tot 2022 – nu hoger is dan de inflatie.

Samenvattend kunnen we stellen dat hoewel de kans in de VS toeneemt dat de consument minder vlot zijn portefeuille opentrekt, het op basis van bovenstaande eerder onwaarschijnlijk lijkt dat in de komende trimesters de consumentenbestedingen als een pudding in elkaar zullen zakken.

### ... en de consumptie zou ook in Europa moeten aantrekken

In Europa zien we een gelijkaardig beeld. Het **globale gezinsinkomen stijgt** door een hogere participatiegraad en door een significante toename van de lonen, die in reële termen echter beperkt blijft. In tegenstelling tot de VS konden de Europeanen in **2022** – indien ze variabele energiecontracten hadden – amper putten uit hun **excess savings** om hun consumptie op te drijven. Een groot gedeelte van de spaarpot werd immers **getransfereerd naar hun energieleverancier** die zijn voorschotten vaak dramatisch verhoogde. **Dit budget is ondertussen opnieuw vrijgekomen** door de significante daling van de gas- en elektriciteitsprijzen hetgeen de gezinsconsumptie zou moeten ondersteunen. Eveneens in tegenstelling tot in de VS zien we in Europa een **scherpe daling van de kredietverstrekking naar de gezinnen**. Hierdoor daalt het kredietvolume, hetgeen een uitzonderlijke situatie is. Logischerwijs **zal dit wegen op de investeringen van de gezinnen**.

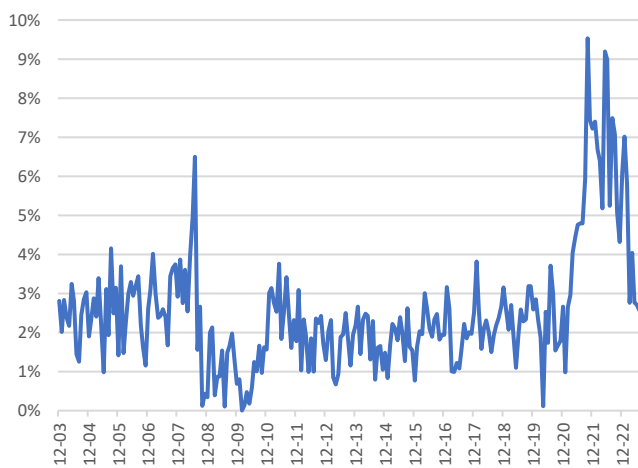


Groothandelsprijzen gas & elektriciteit in €/Mwh

Ondanks het minder gunstige nieuws rond de kredietverstrekking vermoeden we dat de consument de minder gunstige situatie bij de producenten zal kunnen compenseren en het meest **waarschijnlijke scenario** dat van een **bepaalde reële groei in Europa** blijft. Indien we toch in een recessie zouden belanden, zal deze eerder kort van duur en omvang zijn.

#### Inflatie blijft in de goede richting evolueren

Tijdens de zomer evolueerde de inflatie in een gunstige richting. Zo daalde de **“headline” inflatie in de VS naar 3%**. We zien daarenboven een sterke daling van de core goods inflatie en ook de core services inflatie gaat de goede kant uit. Indien we de maandelijkse **“trimmed mean”** (waarbij de inflatiecomponenten die het meest stijgen en dalen worden uitgesloten) annualiseren dan bevindt deze zich terug binnen de historische vork van de afgelopen 15 jaar, zij het aan de bovenkant.



Bron: Bloomberg – geannualiseerde maandelijkse “trimmed mean” inflatie

Op vlak van **producentenprijzen (PPI)** wordt de **VS** momenteel geconfronteerd met **deflatie**. Zo snel de PPI steeg in 2022, zo snel tuimelde ze naar beneden in 2023. **In Europa is het beeld gelijkaardig** en hoewel het cijfer voor de eurozone in zijn geheel nog niet negatief is zien we in bepaalde landen wel al een daling. Zo daalt de PPI in Duitsland met 6% (van een piek van meer dan 40%). **Dit is hoopgevend voor een verdere daling van de Europese inflatie, die met 5.3% té ver boven de doelstellingen van de ECB blijft uitsteken.** De recente stijging van de olieprijs door het verminderen van de productie door oa

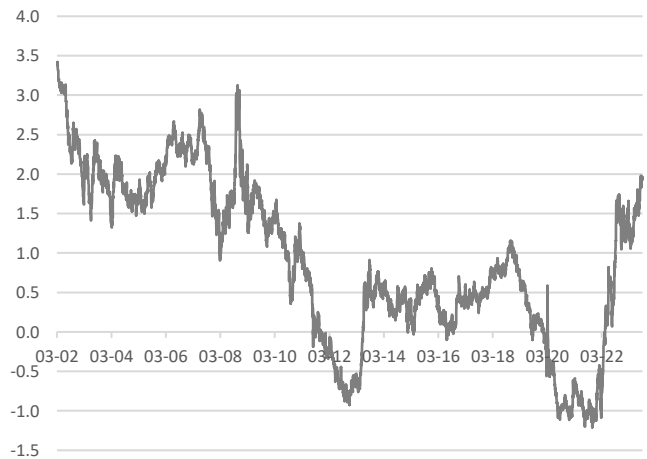
Saoedi-Arabië en de voedselprijzen die voorlopig duidelijk blijven toenemen zouden hierbij roet in het eten kunnen strooien.

#### Verscheidend monetair beleid FED & ECB

Over de zomer verhoogden zowel de FED als de ECB de rente met 0.25%. Een bijkomende renteverhoging door de FED later dit jaar is eerder onwaarschijnlijk, hoewel het natuurlijk nooit uit te sluiten valt. Gezien de gunstige evolutie van de inflatie zal Powell eerder geneigd zijn om de impact van de – forse – renteverhogingen af te wachten in plaats van de economie misschien onnodig bijkomend schade te berokkenen. Lagarde daarentegen liet al verstaan dat de ECB zich niet comfortabel voelt met de huidige inflatiecijfers en dat de centrale bank de rente verder zal optrekken. We mogen hierbij niet uit het oog verliezen dat de renteverhogingen later begonnen in Europa en dat de rente nog steeds lager is dan in de VS.

#### Verdere stijging van de rente

Over de zomer stegen ook de langetermijnrentevoeten verder, zowel de nominale als de reële rentevoeten. Momenteel bedraagt in de **VS dat de reële lange rente opnieuw ongeveer 2%, ons inziens een eerder aantrekkelijk niveau.**



Bron: Bloomberg – 10-jarige reële rente in de VS

In **Europa** is de reële rente een pak lager (de 10-jarige Duitse reële rentevoet is zowat 0.25%) maar **blijven we inflatiegelinkte obligaties aantrekkelijk vinden** gezien hun bescherming tegen inflatieschokken of een langdurig bovengemiddelde inflatie. We zouden gebruik maken van de rentestijging van de afgelopen maanden om **obligaties minder te onderwegen en hun gemiddelde looptijd verder optrekken.** We zijn immers van mening dat we het **merendeel van de stijging van de langetermijnrente achter de rug ligt.** Gezien de daling van de spread van de landen uit de periferie zouden we bij aankopen de **focus leggen op staatsobligaties uit het “Noorden”.**

#### Op korte termijn voorzigtiger in aandelen

Met uitzondering van de Emerging Markets hebben de aandelenmarkten er tot nu toe een goed jaar opzitten. Desondanks zijn de **waarderingen niet excessief** te noemen, hoewel deze van de Amerikaanse markt opnieuw wat toenam. **Een neutraal gewicht tot een lichte overweging lijkt dan ook op zijn plaats.** Toch zijn we **op korte termijn iets voorzigtiger** voor een aantal redenen: de markt gaat (net zoals wij) voor de VS uit van een **“mid cycle slowdown”** scenario maar tussentijds

slecht nieuws valt niet uit te sluiten; de marktstijging ging gepaard met stijgende rentes, hetgeen vooral voor groeiende bedrijven de fair value verlaagt; er is enige "vermoeidheid" in de markt waarbij goede resultaten amper worden beloond daar waar missers genadeloos worden afgestraft.

Gezien de lage volatiliteit van de markt zijn puts momenteel relatief goedkoop, hetgeen ze aantrekkelijk maakt voor de

ervaren belegger om een luchtzak op te vangen. Voor anderen kan een tijdelijke terughoudendheid aangewezen zijn. We zijn echter geen voorstanders van het fors afbouwen van het aandelen gewicht gezien de al bij al normale waarderingen en de vooruitzichten die niet slecht te noemen zijn.

Günter Van Rossem – [gunter.vanrossem@orcadia.eu](mailto: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](mailto:info@orcadia.eu)

Verantwoordelijke uitgever: Geert De Bruyne – [Geert.Debuyne@orcadia.eu](mailto: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.