

MACRO-ECONOMISCHE CONTEXT: Duitsland, zieke man of opgroeiende tiener ?

In 2023 presteerde Europa het opnieuw minder goed dan de Verenigde Staten, zowel economisch als op beursvlak. Aan de overkant van de Atlantische Oceaan groeide het bbp ruim 2%, bij ons amper 0.5%. Op beursvlak is het verschil nog meer uitgesproken. De MSCI-returnindices behaalden in de VS een return van 22% tegenover 19% in de eurozone. De vermogensbeheerder kan dus niet anders dan zich bij de geografische allocatie van de hem toevertrouwde activa afvragen of het niet onvermijdelijk is dat Uncle Sam het "Oude Europa" zal outperformen.

Duitsland, motor van Europa

Men kan op verschillende manieren op deze vraag proberen antwoorden: de demografische impact, culturele verschillen, de impact van het overheidsbeleid zonder de verschillen op zowel sectoraal als grondstoffenvlak in het economische weefsel te vergeten. In deze Spotlight leggen we de focus op een specifieke dimensie, met name de staat van de Duitse economie. Duitsland weegt met 30% van het BNP zwaar door in de eurozone en beïnvloed daarenboven veel buurlanden. Wordt soms niet gesteld dat de Belgische economie een onderaannemer van Duitsland is? Het is daarom moeilijk, zo niet onmogelijk, om in de eurzone een florissante economie te hebben als Duitsland achterophinkt. Wie anders dan Duitsland kan de motor van Europa zijn is meestal de vraag. Terwijl de eurozone in zijn geheel ternauwernood aan een recessie ontsnapte, zagen we in Duitsland wel een negatieve groei en is het risico dat ze in 2024 opnieuw in een recessie belanden reëel. Maar opgepast, er is recessie en recessie. In Duitsland spreken we van een 'micro-recessie', een inkrimping van ongeveer een half procentpunt, en in niets te vergelijken met de recessie in de geïndustrialiseerde landen van 2020. Toch blijft deze significante lusteloosheid een bron van zorgen, in de eerste plaats op economisch, sociaal en politiek vlak, maar eveneens bij het beheer van zijn patrimonium.

De Duitse kwalen

Dieper ingaan op de economische toestand aan de andere kant van de Rijn zou ons te ver zou leiden. Desalniettemin lijkt het opportuun om onze economische visie over de belangrijkste Europese economie te delen.

Wat zijn de Duitse kwalen? In willekeurige volgorde en zonder volledig te willen zijn: de spoorwegen en de staat van de infrastructuur in het algemeen, budgettair dogmatisme, de kernuitstap na het ongeval in Fukushima, een verlies aan concurrentievermogen op energievlak, een automobielsector die wordt geconfronteerd met de elektrificatie van het wagenpark, en hierdoor met toenemende Amerikaanse en Aziatische concurrentie, gevoeligheid voor de Chinese economie en de bevolkingskrimp.

De lijst met problemen is lang en zou een somber beeld van Duitsland en zo van Europa in zijn geheel kunnen voeden. Toch is het mogelijk om de zaken vanuit een meer gematigd

perspectief te bekijken. We mogen twee belangrijke dingen niet uit het oog verliezen: we moeten accepteren dat de trendgroei van de economie laag is omdat de actieve bevolking daalt en omdat werknemers geneigd zijn minder uren te willen werken. Een negatieve groei van 0.5% als de norm 0,5% is, is niet hetzelfde dan indien de norm 3% is. Ten tweede is Duitsland al de zieke man van Europa geweest, na de hereniging in de jaren 80, en is het uit die staat kunnen loskomen. Ze is er zelfs zo goed aan ontsnapt dat ze daarna in topvorm was en, we komen hier verder op terug, zelfs in té goede vorm.

De prijs van de transitie

De keuze voor de kernuitstap had de toename van het gebruik van steenkolen en energie-import uit Rusland als gevolg. Sinds de Russische invasie van Oekraïne kwam hierop forse kritiek, maar het is tegelijkertijd een sterke stimulans om aan een hoog tempo in te zetten op de ontwikkeling van hernieuwbare energiebronnen en een rationeler energiegebruik. Men kan zelfs een parallel trekken met de wisselkoers: door de Duitse mark niet te devalueren, ontzegde Duitsland zich de 'makkelijke' manier om zijn concurrentievermogen op peil te houden. Maar dit dwong Duitse bedrijven om op een andere manier competitief te zijn, hetgeen nuttig is gebleken.

Dat de Duitse economie het moeilijk heeft is niet alleen te wijten aan het energievraagstuk, maar ook aan de vertraging van de Chinese groei en aan de zowel geopolitieke als commerciële spanningen met het Middenrijk. Ook hier nodigt een bredere kijk uit om deze moeilijkheden te zien als de te betalen prijs van een transitie. Is het verminderen van de afhankelijkheid van de economie, zelfs zonder ons vragen te stellen rond de wenselijkheid ervan, van bijzonder vervuilende activiteiten en van de afhankelijkheid van een onbetrouwbare partner niet onvermijdelijk? J. Stiglitz waarschuwde in 2006 al dat Europa zijn nationale veiligheid verkocht voor goedkope energie. Vandaag worden we willens nillens gedwongen om het belang van de zware industrie en de afhankelijkheid van Peking te laten afnemen. Ja, de verbrandingsmotor zorgde voor hoogdagen in Wolfsburg, München en Stuttgart, maar dienen we krokodillentranen te laten over de teloorgang ervan? Afgaand op de nog steeds bijzonder lage werkloosheid waarmee Duitsland ondanks de huidige conjunctuur kampt, zou het omscholen van geschoolde werknemers uit delen van de industrie in transitie geen problemen mogen opleveren.

Duitsland voerde in het verleden een orthodox begrotingsbeleid en lijkt na de jaren van pandemie en militaire inspanningen hiernaar terug te willen keren. Dit is deels te wijten aan een "dogmatische" kijk op de overheidsfinanciën. Een tekort moet worden getolereerd als het beleid financiert dat gunstig is voor toekomstige generaties. Is het echter niet beter om op vlak van overheidsfinanciën in Duitslands schoenen te staan dan in die van Frankrijk, België, Italië of de Verenigde Staten, die allemaal aanzienlijk meer schulden

hebben? Noodzaak breekt wet en door de lagere schuldgraad beschikt Duitsland over veel meer marge indien de economie fiscaal zou moeten worden gestimuleerd.

Tenslotte dient nog een laatste punt te worden benadrukt. Omdat de Duitse motor sputtert, zou men kunnen denken dat de volledige Europese constellatie in gevaar is. Maar is het tegenovergestelde niet eerder waar? Het risico voor de Europese cohesie is vooral dat de “zwakke schakels”, lees de landen rond de Middellandse Zee, in de problemen komen terwijl de Duitse economie blaakt van gezondheid. Dat zagen we in 2010 en het zorgde voor spanningen en risico. Dat nu de sterkste uit de klas een moeilijker economische periode

doormaakt en daarenboven voor ‘goede’ onderliggende redenen, zorgt voor een zekere convergentie. Uiteraard mogen de moeilijkheden niet aanhouden en het bedje spreiden voor de populistische minder Europa propageren.

Globaal gezien zit Duitsland effectief in een luchtzak, maar van beperkte de omvang, en deels omdat een transitie onvermijdelijk was. Diegene die spreken over Duitsland als de zieke man van Europa, moeten ook een opgroeiende tiener kunnen zien. Op beheer vlak zien we hierin dan ook geen reden om Europese aandelen te onderwerpen.

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.Debryne@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.