

MACRO-ECONOMISCHE CONTEXT: de weg van de meester

Onder de verschillende eisen van de boeren, is er eentje die nagel op de kop slaat: de administratieve vereenvoudiging. Het spreekt iedereen aan, want administratieve last treft niet alleen de boeren, vraag maar aan je bankier. Er wordt al tientallen jaren over vereenvoudiging gesproken, maar we hebben de betreuenswaardige indruk dat we eerder de omgekeerde richting uitgaan. Kijken we bijvoorbeeld naar het aantal codes op het belastingformulier, dat zijn er nu veel meer dan 20 of 40 jaar geleden.

Kritiek op globalisering

Een andere algemeen aanvaarde kritiek is dat de globalisering niet goed functioneert of, in de woorden van de demonstranten, dat het beleid "de kar voor het paard spant". De Europese landbouwsector in haar geheel is slecht geplaatst om de internationale handel te bekritisieren, aangezien Europa meer landbouwproducten exporteert dan importeert, maar ze heeft een punt als ze het heeft over milieudumping waarmee onze producenten te kampen hebben. Met als orgelpunt: de bij ons geproduceerde fytosanitaire producten, waarvan het gebruik hier verboden is, maar die buiten Europa verkocht worden om vervolgens goederen te produceren die bij ons dan tegen lage prijzen worden verkocht.

Deze 'grassroots' kritiek op globalisering komt overeen met de blik waarop economen tegenwoordig naar globalisering kijken, een blik die veel kritischer is dan in de jaren 80 en 90. En het zijn niet alleen economen wiens visie geëvolueerd is in functie van de feiten. Er zijn ook vooraanstaande deskundigen op het gebied van economisch beleid die hun oordeel over het evenwicht tussen de voor- en nadelen van de liberalisering van de internationale handel herzien. We denken in het bijzonder aan Mario Draghi, die in 2012 aanzien werd als de 'redder van de euro' toen hij als voorzitter van de Europese Centrale Bank (ECB) verklaarde dat de monetaire autoriteiten 'alles zouden doen wat nodig is' ("whatever it takes"). Hoewel hij sinds 2019 niet langer aan het hoofd van de ECB staat, blijft Mario Draghi een van de meest invloedrijke stemmen in Europa. Het loont dus de moeite om een toespraak toe te lichten die hij in februari gaf voor de National Association of Business Economists in Washington. Hoewel hij duidelijk geen voorstander is van grootschalig protectionisme, hamert hij sterk op de nevenschade van de globalisering en welk economisch beleid nodig is om hiermee om te gaan. Vanuit een perspectief van vermogensbeheer is het laatste natuurlijk het belangrijkste.

Naar zijn mening had de globalisering een aantal positieve effecten, te beginnen met het uit de armoede tillen van 800 miljoen Chinezen. Maar er moet worden erkend dat de regels die ervoor moeten zorgen dat globalisering op een gezonde en duurzame manier functioneert, ofwel niet ingevoerd ofwel omzeild werden. Zo leidde globalisering bijvoorbeeld tot een ernstige toename van onevenwichten in de handelsbalansen. Aziatische landen, getraumatiseerd door de crisis van 1997,

hebben geprobeerd deviezenreserves op te bouwen en de eurozone, Duitsland en Nederland op kop, bouwden de overschotten op. Dit had op zijn beurt effect op de evolutie van de rentevoeten.

Verzet tegen globalisering

Hierbij stopt het niet, voegt Draghi eraan toe. De nevenschaden van globalisering zijn ook sociaal en politiek van aard. Als gevolg van de concurrentie met lageloonlanden daalde het aandeel van de lonen in het nationaal inkomen naar ongeziene niveaus. Dit, in combinatie met lagere overheidsinvesteringen door budgettaire beperkingen, zorgde voor wijdverspreide wrevel bij de bevolking. Hij stelt dat waar globalisering ten dienste had moeten staan van een 'liberale' economie, het tegenovergestelde effect werd veroorzaakt, een perceptie van toenemende ongelijkheid en een gebrek aan begrip van zowel de politieke als de ondernemende leidende klasse hiervoor. De pandemie en de inval van Rusland in Oekraïne versterkte het gevoel van een onbetrouwbare buitenwereld en dus de nood aan bescherming. En de urgentie op milieugebied wordt ook aangepakt vanuit de invalshoek van internationale distorsies met "zelfverdedigings"-maatregelen als gevolg, zowel in de Verenigde Staten (met de Inflation Reduction Act) als in Europa (met het Border Carbon Adjustment Mechanism).

Van 1980 tot voor kort had de globalisering over het algemeen een positief effect op de economie door een geleidelijke toename van het aanbod, al was het maar door elk jaar tientallen miljoenen bijkomende werknemers in de wereldeconomie te brengen. Vandaag zorgt de globalisering voor onzekerheid en negatieve schokken aan de aanbodzijde, veroorzaakt door bijvoorbeeld geopolitieke spanningen of gezondheids- of milieurampen. En dan zwijgen we nog van de schokken als gevolg van het beleid dat in reactie hierop in de geïndustrialiseerde landen wordt gevoerd. Zo veroorzaakt het stimuleren van 'groene' (of 'minder grijze') investeringen het afschrijven van bestaande uitrusting en het herverdelen van middelen die anders het productiepotentieel zouden hebben vergroot.

Gevolgen voor overheidstekorten en inflatie

Hier schetst Mario Draghi een scenario met verstrekkende financiële gevolgen. Volgens hem zullen de huidige ontwikkelingen leiden tot aanhoudend hoge overheidstekorten. De staat zal de transitie moeten financieren, de staat zal moeten reageren op ongelijkheden en de staat zal toekomstige schokken moeten compenseren. Het is een voormalig centrale bankier die toegeeft dat monetair beleid veel effectiever is bij schokken aan de vraagzijde dan bij schokken aan de aanbodzijde, en dat fiscaal beleid zal moeten worden ingezet om het laatste tegen te gaan. De fiscale steun en de lopende transitie zullen de inflatie opdrijven. Een mogelijke versoepeling van het concurrentiebeleid om "nationale kampioenen" te steunen zal hetzelfde effect hebben. Tegelijkertijd zullen de dalende handelsoverschotten

de rentevoeten opdrijven. Desalniettemin hebben we investeringen nodig zowel voor de overgang als om de productiviteit te ondersteunen. Investeringen die volgens Mario Draghi in Europa gebaat zouden zijn door een financiering met EU-leningen.

Gevolgen voor obligatiebeleggingen

Dit alles leidt tot een andere visie op monetaire politiek. Voor Mario Draghi moet de ECB zich niet richten op het inflatiecijfer, maar op de inflatieverwachtingen. Met andere woorden zolang de inflatieverwachtingen gematigd blijven, kan de centrale bank een zeer soepel beleid voeren. Overheidstekorten zijn op

korte termijn inflatoir, maar als ze de transitie, sociale cohesie en productiviteit financieren, zullen ze op de lange termijn de inflatie waarschijnlijk matigen in plaats van aanwakkeren.

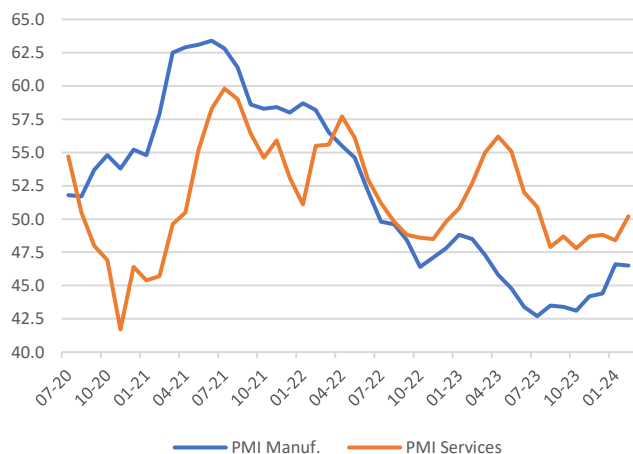
In tegenstelling tot het dogmatisme dat van centrale bankiers verondersteld wordt, pleit Mario Draghi dus voor een wereld waarin de centrale bank zowel een hogere inflatie op de korte en middellange termijn accepteert als grote overheidstekorten, en waarbij ze de reële rente laag houdt.

Etienne de Callatay – etienne.decaltay@orcadia.eu

ALLOCATIE & STRATEGIE

Europese voorlopende indicatoren herstellen

Na verschillende maanden onder het niveau van 45 te hebben vertoefd, hetgeen wijst op een recessie, kruipt de voorlopende indicator voor de industrie in de eurozone langzaam uit het dal. De voorlopende indicator voor de dienstensector daarentegen trappelt al enkele maanden ter plaatse.



Bron: Bloomberg – Voorlopende indicatoren Eurozone (PMI)

Wat opvalt is een **duidelijke discrepantie tussen het noorden en het zuiden van de eurozone**, waarbij het voor een keer niet de periferie is de ondermaats presteert. De mindere gang van zaken in Duitsland kan verklaard worden door verschillende factoren waaronder het belang van de export naar China (zie onder), het bovengemiddeld gewicht van de industrie, en in het bijzonder de autosector met verbrandingsmotor, in het economisch weefsel en het feit dat het constitutioneel gerechtshof de overheid terugfloot. Het gerechtshof bande het gebruik van vehikels om uitgaven buiten het overheidsbudget te houden. Dit kunst en vliegwerk was nodig om de grondwettelijke vereiste van een nul-tekort te halen. Het gevolg van de ban was dat in de gauwte een gat van 60 miljard diende dichtgereden te worden door noodmaatregelen, hetgeen dan weer een duidelijk negatieve impact op de groei zal hebben.

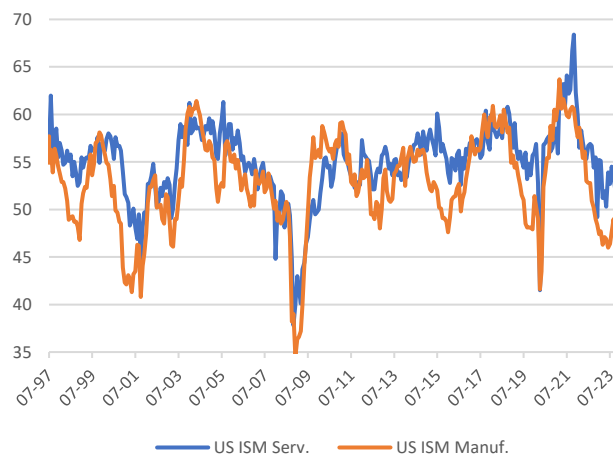
Positief over de Europese consument...

Het eerder gunstige nieuws rond de Europese consumenten blijft aanwezig. De **werkloosheid blijft langzaam dalen** en is met 6.4% historisch laag. De **toename van de lonen** met 5.3% in het derde kwartaal zorgt in combinatie met het **toenemend aantal tewerkgestelden** dat de **globale koopkracht van de Europese consument duidelijk stijgt**. De verdere **significante daling van de gasprijzen** – en als resultante de elektriciteitsprijzen – tijdens de winter is ook een opsteker. Door de combinatie van een zachte winter en dalende vraag van de industrie (door de mindere economische groei) eindigen we de winter wellicht met voorraden die meer dan 2x hoger zijn dan gemiddeld, hetgeen een forse stijging van de gasprijzen in de komende maanden onwaarschijnlijk maakt.

... en ook in de VS een gunstige evolutie

Ook in de VS gingen de voorlopende **ISM-indicatoren voor de industrie erop vooruit** en – in tegenstelling tot in Europa – stijgt **ook deze voor de dienstensector**. Hoewel de zeer sterke toename van het aantal jobs in januari (353.000) naar beneden

werd bijgesteld (naar 229.000) in februari (waar er 275.000 nieuwe banen werden geschapen), blijft dit in lijn met het gemiddelde van het afgelopen jaar. We kunnen met andere woorden besluiten van dat de **renteverhogingen** van het afgelopen jaar duidelijk **geen negatieve gevolgen hebben op de tewerkstelling**.

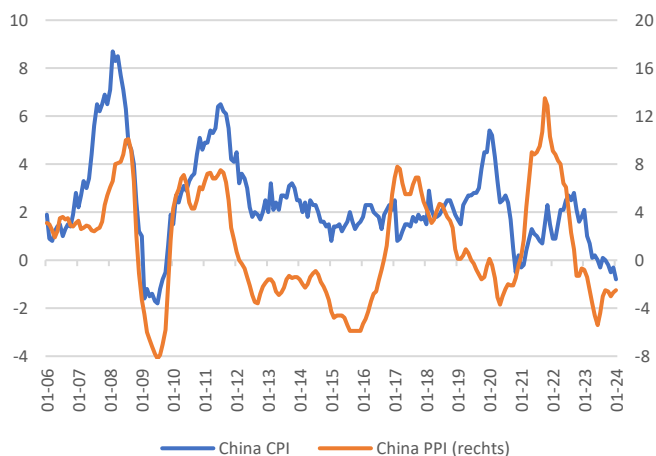


Bron: Bloomberg – Voorlopende indicatoren VS (ISM)

De combinatie van lonen die de afgelopen maanden duidelijk stegen en de maandelijkse jobcreatie zorgt ervoor dat het **inkomen van de Amerikaanse consument merkelijk toeneemt**. Dit in combinatie met de producenten die langzaam aan gunstiger gestemd worden, zorgt ervoor dat de **kans op een recessie in de VS ondertussen klein is geworden**. We blijven mikken op een groei die licht onder de trendgroei zal blijven ondanks het feit dat de fiscale stimulus door de overheid wellicht zal afnemen (van een zeer hoog niveau).

China blijft met problemen kampen

Tijdens een presentatie aan het National People's Congress stelde de Chinese eerste minister dat de **groei-doelstelling voor dit jaar**, net zoals in 2023, 5% bedroeg. Economen en analisten wereldwijd noemen dit cijfer **“ambitueus”** en ook de **inflatie-doelstelling van 3% voor 2024 lijkt moeilijk haalbaar**. Het lijkt er immers meer en meer op dat het **land richting een deflatoire spiraal evolueert**. De producentenprijzen dalen al anderhalf jaar en ook de consumenteninflatie is nu duidelijk negatief (-0.8%) na maanden rond de 0% te hebben gezweefd.



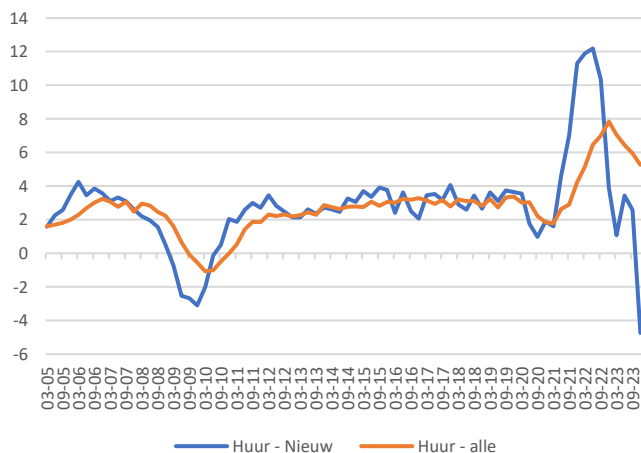
Bron: Bloomberg – Chinese inflatie

Ons inziens zijn de **huidige overheidsmaatregelen** (zoals het verlagen van de hypotheekrente en steunaankopen in de aandelenmarkt) **onvoldoende om het vertrouwen** in de Chinese economie **duurzaam te herstellen**.

Langzame daling westerse inflatie...

Voor de westerse wereld kan de Chinese prijsdruk een opsteker zijn aangezien dit de import van Chinese goederen goedkoper zal maken en zo zorgt voor lagere inflatie in Europa en de VS. **De laatste maanden daalde in Europa de inflatie verder, hoewel trager dan voorheen en dan verhoopt.** De “core” inflatie, die geen rekening houdt met de volatiele energie en voedselprijzen en zo een betere indicator is van de onderliggende tendens, viel terug van 3.4% in december, naar 3.3% in januari en 3.1% in februari, minder dan verhoopt door economen. Ander opvallend gegeven is dat de inflatie in de dienstensector nu al voor de 4de maand op rij rond 4% blijft hangen.

In de **VS zien we een gelijkaardig beeld**. De inflatie valt terug maar minder snel dan verhoopt. Dit kan deels verklaard worden door het significante gewicht van de huurprijzen in de index, want door de berekeningswijze (er wordt gebruik gemaakt van alle uitstaande huurcontracten) is er een duidelijk vertraagd effect in de consumentenprijzen. De prijzen van nieuw afgesloten contracten dalen momenteel historisch snel, hetgeen doet vermoeden dat de huurprijzen binnenkort niet meer op de inflatie zullen wegen.



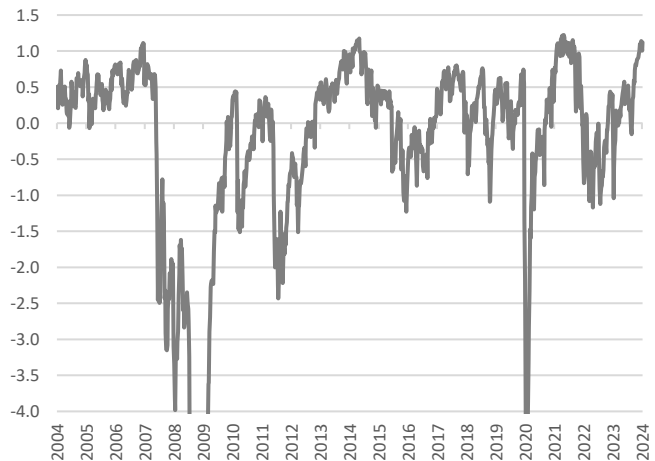
Bron: Cleveland FED – inflatie in huurprijzen in de VS

De **PCE inflatie-index**, waarbij rekening wordt gehouden met substitutie-effecten (als de prijs van rundsvlees sterkt stijgt schakelt men over naar het minder gestegen varkensvlees), en waarvan geweten is dat **het een van nabij opgevolgde indicator is door de FED, steeg in januari met 2.4%** (2.8% voor de “core” index). We naderen met andere woorden stilletjes aan de doelstelling van de FED.

... maar onvoldoende voor snelle rentedaling

Hoewel de inflatie niet langer een significant obstakel lijkt voor een renteverlaging, lijkt het ons onwaarschijnlijk dat we er op zeer korte termijn één mogen verwachten. **De economie lijkt niet te veel te lijden onder de voorgaande renteverhogingen en integendeel zelfs aan te trekken.** Het tweede luik van het dubbelmandaat van de FED, maximale tewerkstelling behalen, is momenteel ook vervuld. Met andere woorden: waarom het risico nemen op een heropflakking van de inflatie door renteverlagingen als er niet onmiddellijk nood aan lijkt te zijn.

Ook de **financial conditions index**, die ondanks de stabiele kortetermijnrente, duidelijk versoepeld is, **verminderd de noodzaak tot actie bij de FED**.



Bron: Bloomberg – Bloomberg Financial Conditions Index

In Europa lijkt er meer ruimte voor een renteverlaging, maar **baart de toename van de lonen de ECB wellicht zorgen**. Ook in Europa lijkt het dus voorbarig uit te gaan van een snelle neerwaartse aanpassing van de kortetermijnrente.

Onderweging in obligaties afbouwen ...

Omdat de markt een agressieve renteverlaging als minder waarschijnlijk ziet, is de langetermijnrente sinds het begin van het jaar terug wat opgelopen. Hoewel het niet uit te sluiten valt dat deze correctie nog niet afgelopen is, zijn we voorstander van het **afbouwen van al te grote onderwegingen in obligaties**. Door de afname van de spreads in hetgeen de markt typisch als risicovoller ziet (high yield obligaties, bedrijfsobligaties, maar ook landen uit de periferie) zouden we bijkomende aankopen vooral **concentreren in de “veilige” landen** zoals Duitsland, Nederland en dergelijken.

... en overwogen blijven in aandelen

In **aandelen** blijven we van mening dat een **bepaalde overweging op zijn plaats is, ook in de VS**. Hier blijven we wel pleiten om een **bepaald gedeelte** van de aandelen aan te houden in **small caps** die relatief tegenover hun grote broers de afgelopen 20 jaar bijna nooit zo goedkoop waren. Daarnaast zouden we ook een **gedeelte** aanhouden via een **equal weight principe**. Hierbij wordt aan elk aandeel binnen (dit gedeelte) van de portefeuille hetzelfde gewicht gegeven. De waardering van een dergelijke portefeuille ligt veel dicht bij de historische gemiddelden dan een index gewogen op basis van marktkapitalisaties. Het nadeel ervan kan zijn dat de performance tijdelijk (aanzienlijk) kan afwijken van de referentie-indexen. Een goed voorbeeld hiervan is het al dan niet in portefeuille hebben van Nvidia, de ster in het AI-firmament. Door de combinatie van haar belangrijk startgewicht in de index en de spectaculaire stijging dit jaar (quasi een verdubbeling op 7 maart) kost het niet aanhouden van Nvidia een portefeuille met een gemiddeld risico, waar de VS 20% van de portefeuille uitmaakt, zowat 0.6% aan performance. Dergelijke (tijdelijke) afwijkingen zouden voor de langtermijnbelegger echter geen obstakel mogen vormen om deze strategie toe te passen.

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.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.