

MACRO-ECONOMISCHE CONTEXT: Van woorden naar daden

Er wordt nog steeds veel geschreven over de mogelijke impact van Trump in het Witte Huis, in het bijzonder nu hij ook beschikt over een meerderheid in het Huis van Afgevaardigden en de Senaat. De combinatie van de niet ingeloste beloften in zijn eerste termijn, zijn wispelturigheid en de fundamentele tegenstrijdigheden die veel waarnemers in zijn programma zien, pleiten om bijzonder voorzichtig te zijn in deze voorspellingen. Tegelijkertijd kunnen we, gezien het geopolitieke, economische en financiële gewicht van de Verenigde Staten en het potentieel ontwrichtende karakter van het toekomstige presidentschap, het niet maken om de economische en financiële impact ervan niet in kaart te brengen.

In deze Spotlight richten we ons op de dimensie die de aandelenmarkten het meest lijkt te hebben beïnvloed: de toekomst van de internationale handel. Van 1980 tot aan de financiële crisis zagen we een extreem snelle globalisering, gedreven door China's integratie in de internationale economie. In de erop volgende 15 jaar, een fase die soms 'slowbalisation' wordt genoemd, stabiliseerde het gewicht van de internationale handel in percentage van het mondiale BBP. Staan we nu voor een afname van de internationale handel? Of op zijn minst een terugplooiën van de handel naar nabijgelegen of bevriende naties? Gaan we, om jargon te gebruiken, van "offshoring" naar "onshoring" of op zijn minst naar "nearshoring" of "friendshoring". En zo ja, welke impact zal dit hebben op de economie en op de bedrijfswinsten?

Mercantilisme

Zoals we in het verleden al stelden ziet D. Trump de wereld op economisch vlak als een "zero sum game" waarbij goed nieuws voor de één onvermijdelijk slecht nieuws is voor de ander. Deze visie op de wereld is begrijpelijk: als kandidaat om een casino uit te baten of een gebouw te bouwen stond hij in rivaliteit en was de winst van een ander zijn verlies. En het klopt dat we soms rivalen zijn: als de klant voor me bij de bakker de laatste taart bestelt, kan ik ze niet meer kopen. En als iemand anders de baan krijgt waarvoor ik ook solliciteerde, word ik teleurgesteld. Maar de concurrerende aard van individuele economische relaties moet niet worden getransponeerd naar de macro-economische schaal. Het mooie van economie is net dat het wordt gedomineerd door het 'wederzijds voordelige'. Het aantal taarten en banen staat niet vast. David Ricardo toonde in de eerste helft van de 19de eeuw met zijn theorie van het comparatief voordeel aan dat twee landen te winnen hadden bij handel met elkaar, in de hoop wat "mercantilisme" werd genoemd naar de vergetelheid van de geschiedenis te verwijzen.

De gebreken van globalisering

Dat protectionisme opnieuw in de gunst is gekomen bij een deel van de publieke opinie, is grotendeels omdat het voor velen legitiem is om zichzelf te beschermen tegen oneerlijke concurrenten, terwijl het contra-intuïtief is dat een land

voordeel kan halen uit handel met een minder productief land. Daarnaast is het ook te wijten aan de tekortkomingen van globalisering:

- internationale handel creëert verliezers in elk land, die niet gecompenseerd worden door de winnaars;
- de concentratie van de productie in één land leidt tot een verlies aan veerkracht en een verlies aan risicodiversificatie;
- de concurrentie tussen producenten in de twee landen kan worden verstoord, bijvoorbeeld door verschillende sociale, milieu- of belastingnormen of door allerlei subsidies en belemmeringen;
- de verrijking van het andere land kan het helpen zich te bewapenen en bedreigender te worden;
- Angst voor internationale handel voedt populisme.

Dat landen die handeldrijven er globaal gezien bij winnen wil niet zeggen dat gelijk welke toename van de internationale handel wenselijk is. Daarenboven komt dat academische studies aantonen dat in de geïndustrialiseerde landen de toename van de groei dankzij internationale handel al bij al beperkt is. Handeldrijvende naties moeten dus niet al te bang zijn voor de aankondigingen van D. Trump.

Chronisch handelstekort

De Verenigde Staten hebben een chronisch handelstekort. Dit betekent dat de waarde van de export van goederen en diensten "made in America" systematisch lager is dan van hetgeen ze importeren. De boom in onconventionele fossiele brandstoffen, die de Verenigde Staten in staat stelt zelfvoorzienend te zijn in energie veranderd de situatie niet. En al evenmin dat dankzij de aanzienlijk goedkopere energie hun concurrentievermogen toeneemt en ze zo energie-intensieve industriële activiteiten kunnen aantrekken. Het handelstekort is er nog steeds en niets wijst erop dat het aan het verdwijnen is.

Een dergelijke situatie kan zorgwekkend lijken: door in het buitenland te kopen in plaats van lokaal te produceren zou het land zijn banen verliezen en van zijn substantie worden beroofd. Economen zien dit anders. Ten eerste is de verklaring voor het structureel tekort op de Amerikaanse handelsbalans een spaartekort in zowel de publieke als de private sector in de VS en niet dat de andere landen oneerlijk concurreren. En dit spaartekort zal niet plots verdwijnen door de een of andere tariefverhoging.

En er is meer. Voor economen is een handelstekort niet noodzakelijk een voorbode van een ramp. Er kan een handelstekort zijn in gunstige omstandigheden. Bijvoorbeeld door een toename van de binnenlandse vraag of omdat buitenlandse investeerders de activa van het land als zeer aantrekkelijk aanzien. Hierdoor is het mogelijk een investeringsniveau te hebben dat het interne sparen overstijgt. Natuurlijk, als buitenlanders de economie financieren en aandeelhouder worden van lokale bedrijven zullen zij de

dividenden ontvangen, maar dit is een “luxeprobleem”... want als het slecht gaat met de economie, zullen er geen dividenden het land verlaten omdat er geen dividenden uitgekeerd zullen worden.

Mexico of China ?

Op vandaag zijn de invoerheffingen in de Verenigde Staten bijzonder laag en is NAFTA, de vrijhandelszone die gevormd wordt door de Verenigde Staten, Canada en Mexico, een belangrijk gegeven. Deze zone is bijna een anomalie, gezien de loonkloof aan weerszijden van de Rio Grande.

China zou vreemd genoeg te winnen kunnen hebben met de verkiezing van Trump. Het zou voor hen een minder kwaad kunnen zijn. Trumps houding ten opzichte van China wordt niet gedictieerd door politieke overwegingen. Het is niet de ondemocratische aard van Peking die hem stoort, en al evenmin het verlies aan strategische autonomie in deze of gene sector. Het Chinese expansionisme, of dat nu in Azië, Afrika of Latijns-Amerika is, lijken hem ook geen grote zorgen te baren. De Chinese export naar de VS zal weliswaar duurder worden, maar het zou pijnlijker zijn geweest voor Xi Jinping om een president in het Witte Huis te zien die China's politieke en economische ambities in alle uithoeken van de wereld wil dwarsbomen, of die strengere milieunormen op wereldschaal promoot.

D. Trump moet zich realiseren dat zijn kiezers, hoewel ze zich storen aan hun elektrische auto's in het straatbeeld, China niet als het grote probleem zien. In het achterhoofd zit in feite, in een grote analytische verwarring, veel meer weerstand tegen Mexico en de migrantenstroom, de drugshandel en het gewicht van hun autoassemblage. Tegelijkertijd zouden de tekorten op de Amerikaanse arbeidsmarkt kolossaal zijn zonder de arbeidskrachten van de rest van het continent.

Beperkte impact

Het verhogen van de douanebarrières is geen goed nieuws voor de wereldeconomie en dus, op lange termijn, voor de financiële markten, maar de impact zal beperkt blijven. Om te beginnen, ondersteunde de globalisering de economische groei van de geïndustrialiseerde landen maar in beperkte mate. Daarnaast zullen door minder globalisering de nadelen ervan afnemen. Dan is er de zelfbeperkende factor inflatie. Een sterke en wijdverspreide verhoging van de tarieven zou als resultaat een zeer impopulaire heropflakking van de inflatie hebben. Inflatie die overigens naar alle waarschijnlijkheid al zal worden aangewakkerd door andere beleidsmaatregelen van D. Trump, in het bijzonder de verlaging van inkomens- en vennootschapsbelastingen. Op dit vlak is het interessant om op te merken dat voor de overheidsfinanciën hogere invoertaksen te verkiezen zijn boven subsidies aan binnenlandse bedrijven.

Op vlak van bedrijfswinsten betekent minder internationale handel minder schaalvoordelen en hogere productiekosten. Anderzijds zagen we de afgelopen jaren dat beursgenoteerde bedrijven hun winstmarges op peil lijken te kunnen houden door hogere kosten door te rekenen in hun verkoopprijzen. Bovendien betekenen handelsbarrières ook minder concurrentie, wat goed is voor de marges!

Al met al is er volgens ons geen reden om het verhogen van handelsbarrières als het belangrijkste economische en financiële onderwerp van de toekomstige regering Trump te zien. Milieu- en arbeidsmarktbeleid, met in het bijzonder immigratie, lijken meer doorslaggevend te zijn. Laten we tot slot niet vergeten te wijzen op de onderhandelings- en communicatiestrategie waar D. Trump een voorliefde voor heeft: de tegenpartij destabiliseren door zeer krachtige maatregelen aan te kondigen en dan aan de onderhandelingstafel te gaan zitten.

Etienne de Callatay – etienne.decallatay@orcadia.eu

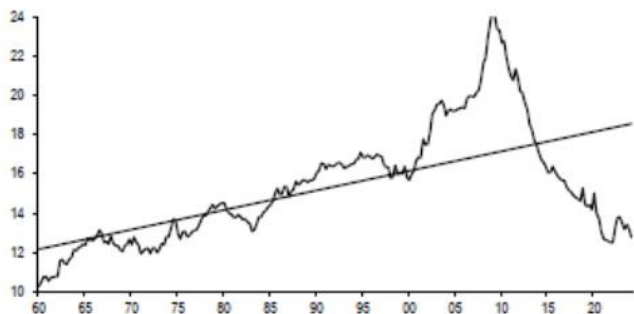
ALLOCATIE & STRATEGIE

Amerikaanse economie blijft presteren ...

De Amerikaanse economie blijft in goeden doen. In het derde trimester nam het BNP in reële termen met 2.8% toe. Hiermee bleef het licht onder de verwachtingen (+3%), maar wel in lijn met de groei van het vorige trimester (+3%). **Ook het laatste trimester van 2024 kondigt zich goed aan.** Op basis van het GDP-now model van de Atlanta FED, dat een inschatting maakt van de economische groei op basis van de reeds gepubliceerde cijfers, zou de groei aantrekken tot 3.3%. De voorspellingen van dit model zijn relatief volatiel en dus met een korreltje zout te nemen zijn, maar het cijfer is duidelijk hoger dan de heersende consensus (2%). Daarnaast **trok de OESO recent haar verwachtingen voor 2025 merklijk op** van 1.6% naar 2.4%.

... vooral dankzij de consument ...

Reden voor deze goednieuwsshow blijft **hoofdzakelijk de Amerikaanse consument** die vlot blijft consumeren. In oktober nam de consumptie op maandbasis en in reële termen maar beperkt (0.1%) toe, maar dit kwam na een zeer sterke stijging (0.5%) in september. De reden hiervoor is ons inziens dubbel. **Dankzij de toename van de huizenprijzen en de stijging van de financiële markten tankt de consument vertrouwen** en blijft zijn schuldgraad tegenover zijn activa historisch laag.

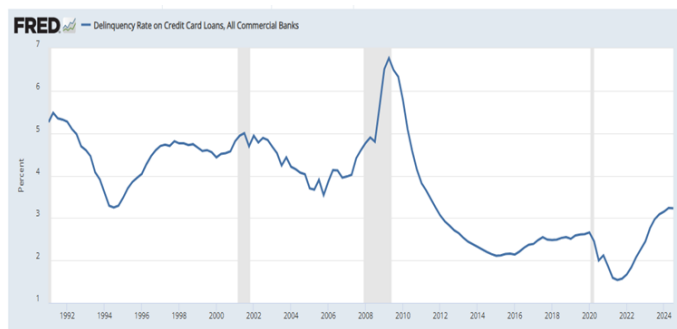


Bron: JP Morgan – Schulden tov activa Amerikaanse consument

Daarnaast zagen we de laatste 2 maanden een **merkelijke toename van het beschikbaar inkomen in reële termen** (0.5% of 3% geannualiseerd). **Wat ook van belang is, is de robuuste arbeidsmarkt.** Het zorgt er ten eerste voor dat mensen zich comfortabel voelen om geld te besteden omdat ze weten dat de kans klein is dat ze ontslagen zullen worden en desgevallend makkelijk iets anders zullen vinden. Daarenboven komt dat elke extra gecreëerde job een bijkomende consument is met een besteedbaar inkomen. Op dat vlak is het geruststellend dat na het zwakke banenrapport van oktober, sterk beïnvloed door orkanen en de staking bij Boeing, dat van november weer 227 000 nieuwe jobs aangaf.

... maar er blijven zoals steeds risico's

Dit wil niet zeggen dat er geen potentiële gevaren meer zijn. We hadden het in het verleden al over de **toename van de kredietkaartschulden en zien nu ook de wanbetalingen hierop toenemen**, maar ondanks de merkelijke stijging (van een artificieel laag cijfer tijdens de covid-periode) blijven de wanbetalingen op kredietkaartschulden nog steeds duidelijk lager dan hetgeen we courant zagen voor de financiële crisis.

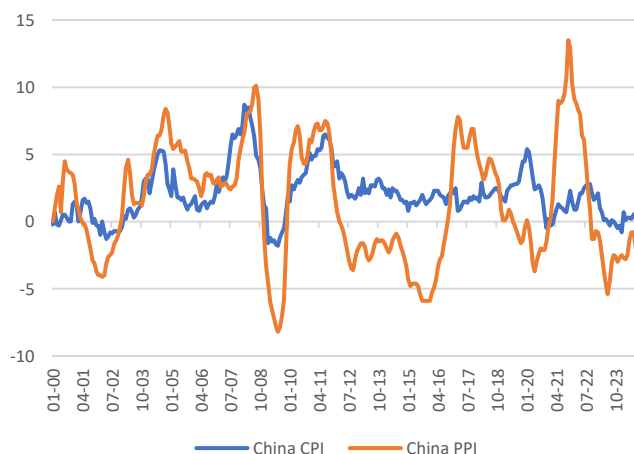


Bron: FRED, St Louis FED – % wanbetalers bij kredietkaarten

Daarnaast is er natuurlijk Trump. Indien hij zijn plannen uitvoert om **illegale migranten te deporteren** en een significant gedeelte van de circa 11.7 miljoen “niet gedocumenteerde vreemdelingen” de arbeidsmarkt verlaten, dan zal dit de lonen in de dienstensector onder opwaartse druk zetten en zo de inflatie aanwakkeren. **Dit zal de centrale bank noodzaken de rente opnieuw te verhogen** (of op zijn minst niet meer te verlagen), met duidelijk negatieve gevolgen voor de economische groei. Wellicht zal Trump zeer snel op luidkeels protest hiertegen van bepaalde sectorfederaties botsen die hier nu al voor waarschuwen. Zo is de landbouw zeer afhankelijk van buitenlandse seizoenarbeiders om de oogst binnen te halen. Ook de bouw en de ziekenhuizen lieten al weten dat strenge migratieregels hun huidige problemen om mensen te vinden enkel maar zal vergroten. De belangenvereniging van de restaurateurs stelde op haar beurt dat volgens hun studies meer dan de helft van de arbeidskrachten in de sector mensen zonder papieren waren en dat bij massale deportatie het aantal faillissementen in de sector niet te tellen zou zijn.

Minder positief nieuws uit de rest van de wereld

Het economisch nieuws uit de rest van de wereld is spijtig genoeg minder gunstig. In **China** staat door de dalende huizenprijzen het **consumentenvertrouwen al zeer geruime tijd onder druk**. Daarnaast loopt de jeugdwerkloosheid op en benadert ze op dit moment zelfs de 20%. In tegenstelling tot in het Westen waar terug oplopende inflatie een risico is, **schurkt China al geruime tijd tegen deflatie aan**. De consumenten-inflatie (CPI) flirt met de 0% en de producenteninflatie (PPI) is zelfs al twee jaar negatief.

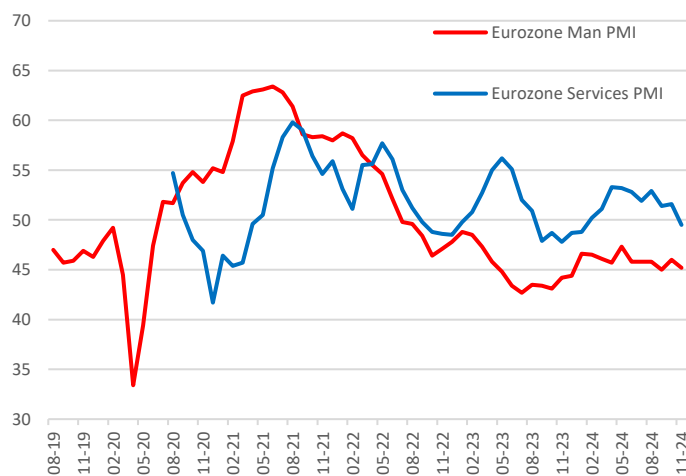


Bron: Bloomberg – Chinese inflatie

Een te hoge inflatie is niet goed, maar kampen met deflatie is een pak slechter. In de verwachting morgen minder te betalen stellen consumenten aankopen uit en de prijsverlagingen om hen alsnog te verleiden wakkert dit gedrag enkel aan met als risico een neerwaartse economische spiraal. **De verhoogde fiscale stimulus lijkt een maat voor niets.** Hoewel verborgen kredieten (buitenbalans vehikels) in de openheid brengen an sich aan te moedigen is, brengt dit qua stimulus weinig zoden aan de dijk. Toegegeven, de Chinese staat zal een lagere rente moeten betalen dan de verborgen vehikels. Specialisten schatten de winst hiervan in op 600 miljard renminbi over een periode van 5 jaar. Het is duidelijk dat omgerekend zowat 17 miljard dollar per jaar aan bijkomende bestedingen een druppel op een hete plaat is. **Daarenboven komt de potentiële (psychologische) impact van bijkomende importheffingen door de Trump-administratie op Chinese producten. Zolang er geen bijkomende steunmaatregelen komen zien we de Chinese economie dan ook verder slabakken.**

... ook in Europa

Ook in Europa is de situatie minder gunstig en zagen we de afgelopen maanden een verdere verzwakking van de vooruitzichten. Het derde trimester groeide de economie met 0.4%, merklijk minder dan in de VS. Een stabilisatie van de voorlopende PMI-indicator op 49.7 in oktober liet verhopen dat het 4de kwartaal ook een positieve groei zou neerzetten. **Na de publicatie van het PMI-cijfer van 48.1 voor november (het laagste cijfer in bijna een jaar), lijkt de kans op een negatieve groei echter significant toegenomen.**



Bron: Bloomberg – Voorlopende PMI-indicator Eurozone

Na de Europese industrie die al een tijdje in een recessie zit lijkt de dienstensector, na 2 maanden van beperkte groei, het nu ook moeilijk te hebben. Recent **verlaagde de ECB haar groeivoorzichten voor 2026** met een procentpunt naar 1.4% en ook voor 2027 verwachten ze niet meer dan 1.3% groei. Het is logisch dat de trendgroei in Europa lager ligt dan in de VS gezien de dalende beroepsbevolking en een afname van de arbeidsduur. **Anderzijds lijkt voor de Eurozone in zijn geheel voor de consument de situatie vergelijkbaar met de VS:** een toename van de reële lonen en een werkloosheid die zich op een absoluut dieptepunt bevindt. Dat de Europese consument niet vrijelijk consumeert zoals de Amerikaanse heeft mogelijkerwijs te maken met de nabijheid van de oorlog in Oekraïne of met de alarmerende berichten in de pers van op til zijnde ontslagrondes. In de minder gunstige situatie in Europa vallen desalniettemin 2 hoopgevende elementen te ontwaren.

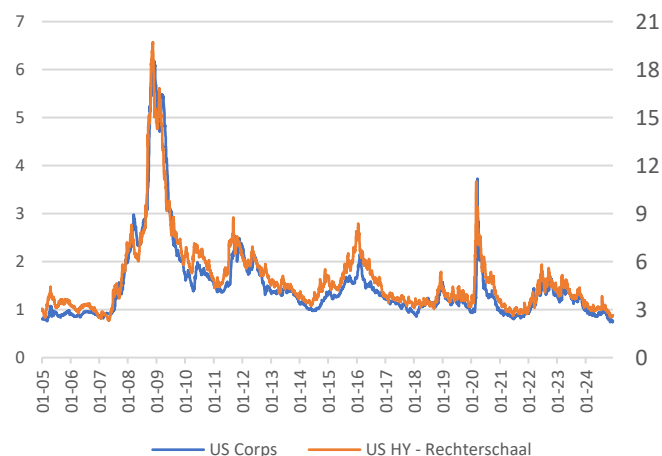
De situatie van de landen aan de Middellandse Zee is veel gunstiger dan voorheen met in Spanje een groei die deze van de VS evenaart. Het inzicht van de Duitsers dat zij nu het zwakke broertje zijn in combinatie met de nood om onze defensie op te schalen kan misschien zorgen voor een bijkomende stap in de Europese integratie. Daarnaast kunnen haar huidige economische problemen er misschien toe leiden dat Duitsland afstapt van de "Schuldenbremse". Deze, in de grondwet opgenomen, rem op de uitgaven zorgt ervoor dat Duitsland enkel in uitzonderlijke situaties een structureel overheidstekort van meer dan 0.35% van het BNP mag hebben. Indien de benodigde 2/3de meerderheid kan gevonden worden om deze rem af te schaffen of te versoepelen, ligt de weg wijd open voor – broodnodige – Duitse overheidsinvesteringen en contra-cyclische steunmaatregelen.

Uiteenlopende rentepaden

Gezien de verschillen in inflatieverwachtingen en de nood aan monetaire versoepeling tussen de VS en Europa, lijkt het zeer waarschijnlijk dat de wegen van de ECB en de FED zich in 2025 langzaam zullen scheiden. Zoals hierboven beschreven draait de Amerikaanse economie goed en is er vooral onzekerheid rond het inflatiegedeelte van het dubbelmandaat van de FED aangezien de situatie op de arbeidsmarkt gunstig blijft. In Europa daarentegen kan de economie wel een oppepper gebruiken. Aangezien de doelstelling van 2% inflatie (afhankelijk van de sub-component) bereikt is of op goede weg lijkt, valt te verwachten dat de ECB agressiever de rente zal verlagen dan de FED.

Risico-rendementskoppel corporates onaan-trekkelijk...

Bedrijfs- en high yield obligaties zagen hun surplusrendement (spread) doorheen het jaar verder afnemen hoewel ze al laag waren begin 2024. In de VS was de spread van beiden, met uitzondering van een beperkte periode net voor de financiële crisis, **nooit lager.**



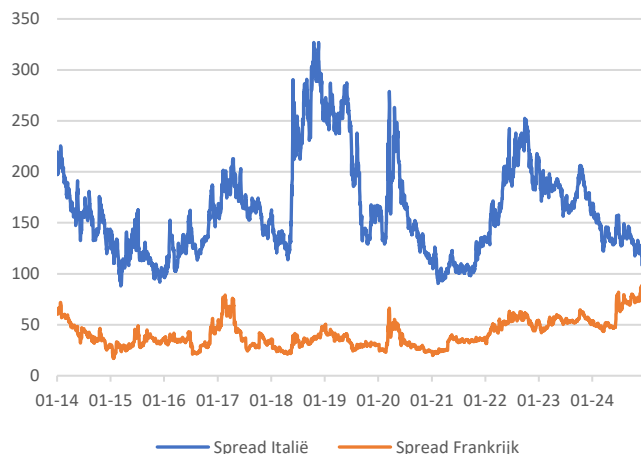
Bron: Bloomberg – Spread t.o.v. staatspapier in %

We willen de actuele situatie absoluut niet vergelijken met die van een kleine 20 jaar geleden, maar **een toename van de spreads door het omslaan van het economisch sentiment kan tot significante verliezen leiden.** En hoewel de economische situatie globaal gezien gunstig is vallen toch al enige barstjes op te merken. Eén ervan is de toename van het gebruik van Payment In Kind. Hierbij betaalt de crediteur de rente niet in cash maar in bijkomende schuldbewijzen, hetgeen op zijn minst wijst op liquiditeitsproblemen. Een recente studie van

kredietbeoordelaar Moody's geeft aan dan meer dan 7.5% van het inkomen van private debt fondsen uit dit soort betalingen bestond. We blijven dus koele minnaars van bedrijfsobligaties en van high yield obligaties in het bijzonder.

... in tegenstelling tot bepaald staatspapier

We behouden onze visie dat de **actuele spread van Franse staatsobligaties hen relatief aantrekkelijk** maakt, zeker in vergelijking met de fors afgenomen rentespread in Italië.



Bron: Bloomberg – Spread t.o.v. 10-jarige Duitse staatsobligaties

Aan de huidige impliciete inflatie vinden we inflatiegelinkte obligaties aantrekkelijk. De belangrijkste macro-economische trends – met als grote uitzondering technologische innovatie – zijn immers allemaal inflatoir. Reshoring of friendshoring zal de kosten doen toenemen net als het afremmen van de migratie druk op de lonen zal zetten. En hoewel de energietransitie op lange termijn deflatoir zal werken (daling van de energiekost) zal het inflatoir zijn op de korte en middellange termijn gezien de benodigde investeringen. De kans lijkt ons dan ook groot dat de gerealiseerde inflatie over de komende 10 jaar hoger zal zijn dan de impliciete inflatie die momenteel in de inflatiegelinkte obligaties vervat zit.



Bron: Bloomberg – Impliciete inflatie 10 jaar Duitsland

Amerikaanse waardering trachten te compenseren

We behouden onze voorkeur voor een lichte overweging in aandelen. **Hierbij alloceren we een significant deel naar de VS, hoewel we grif toegeven dat de Amerikaanse aandelenindices historisch duur zijn.** Een gedeelte van de toegenomen waardering valt te verantwoorden door het gestegen gewicht van technologie in de index, een sector waarvoor men door zijn hogere groei terecht meer wil betalen. Momenteel is alles wat met technologie te maken heeft goed voor zowat 40% van de index, terwijl het een dikke 30 jaar geleden, voor de commercialisatie van het internet en ruim voor het ontstaan van smartphones, amper 10% was. Een gedeelte van de stijging naar 40% valt te verklaren door hogere waarderingen maar zeker niet het leeuwendeel. Daarnaast zijn large-cap bedrijven doorheen de tijd meer “capital light” geworden waardoor de beschikbare cashflow in percentage van de omzet toenam, iets waar de markten – terecht – bereid zijn meer te betalen. **Desalniettemin blijven de zogenaamde megacaps historisch duur. Dit kan deels opgevangen worden door meer gebruik te maken van equal weight ETFs.** We blijven ook van mening dat Amerikaanse **smallcaps een plaats hebben binnen de portefeuille op voorwaarde dat men zorgt voor voldoende diversificatie.** De kleinere bedrijven zijn relatief aantrekkelijk gewaardeerd en zouden moeten kunnen profiteren van het economisch beleid van Trump. We staan minder te springen om zeer sterk in te zetten op bepaalde thematische fondsen of om bepaalde sectoren te volledig te mijden. **Ons inziens is de beste manier om de wispelturigheid van Trump op te vangen een voldoende spreiding.** Daarnaast toonde het verleden aan dat sectoren die het goed zouden moeten doen onder het economisch beleid van deze of gene president dat niet noodzakelijk deden. Denk maar aan de zwakke performance van fossiele energie tijdens het presidentschap van Trump en van groene energie bij Biden.

Europa niet mijden maar wel voorzichtig in Emerging Markets

Hoewel de Europese economie minder gunstig georiënteerd is, zouden we **Europese aandelen niet onderwegen.** Hun **waardering is aan de lage kant** en de te verwachten **renteverlagingen door de ECB maakt het vastrentend alternatief minder aantrekkelijk.** In de **Emerging Markets zouden we een voorzichtigere houding aannemen.** De waarderingen zijn dispers: van goedkoop tot (zeer) duur en daar waar de markten goedkoop gewaardeerd zijn is er een goede reden zoals in China. Daarnaast riskeren deze landen ook het meest te lijden te hebben op de handelscapriolen van de nieuwe Amerikaanse president.

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.