

MACRO-ECONOMISCHE CONTEXT: Dwaasheid en tegengewichten

Er werd een “pro-financiële markten” beleid verwacht, maar we kregen hetgeen lijkt op een bewust veroorzaakte beurscrash. Waar men uitging van een fiscale stimuli, met aanzienlijke belastingverlagingen, kregen we bezuinigingen en vooral forse verhogingen van invoerheffingen. Al uit de eerste ambtstermijn van D. Trump wisten we dat zijn beleid – of het nu politiek, internationaal, economisch of financieel is – voorspellen een bijzonder hachelijke onderneming was, maar nu is de situatie nog een pak slechter geworden.

Hoewel de protectionistische maatregelen uit zijn eerste termijn negatief werden beoordeeld, viel een verhoging van de handelsbarrières wel te verwachten. Maar niet in deze mate op vlak van zowel getroffen landen, sectoren als qua belastingtarieven. De verhogingen werden ook vooral als drukkingsmiddel gezien om concessies te verkrijgen, zoals investeringsbeloften in productiecapaciteit in de VS. De voordelen van een dergelijke chantage waren duidelijk: zich een uitstekend onderhandelaar tonen, zorgen voor een herindustrialisatie van het land hetgeen voor goedbetaalde jobs zou zorgen en tegelijkertijd het inflatoire effect van grootschalige importheffingen vermijden. Die tegenprestaties hoeven trouwens niet alleen industrieel van aard te zijn maar kunnen ook een politieke dimensie hebben: *“sluit je aan bij de Amerikaanse visie, of betaal hoge tarieven.”* Of zelfs duidelijke chantage om de belangen van Uncle Sam of, nog erger, eigenbelang te dienen (*“Investeer in mijn crypto-activa, of anders...”*).

In het tweede deel van deze Spotlight analyseren we in detail de mogelijke gevolgen van het Amerikaanse handelsbeleid. Maar eerst stellen we een toekomstgerichte vraag: nu het economisch klimaat, én met een versterkt effect op de beurzen in de eerste plaats in de Verenigde Staten maar ook elders, te lijden heeft onder de aankondigingen, beslissingen en bochten van 180 graden van de regering-Trump, kan men zich afvragen hoe de Amerikaanse politiek opnieuw economisch rationeel kan worden. In de spotlight van deze maand werpen we een blik op potentiële ‘teggewichten’

Noodzakelijke veranderingen

De Amerikaanse economie deed het de afgelopen tijd zo veel beter dan de Europese dat het moeilijk te begrijpen is waarom zoveel Amerikanen op Trump stemden, een man waarvan ze dachten dat hij “de knuppel in het hoenderhok zou gooien”. Dat ze het deden heeft te maken met meerdere redenen van ontevredenheid, waarvan sommigen, in het bijzonder deze op sociaal-economisch vlak, begrijpelijk zijn.

Ja, veel Amerikanen hebben reden om te klagen over globalisering. In economische handboeken wordt gesteld dat globalisering de taart groter maakt. Het is dus aangewezen te globaliseren en ervoor te zorgen dat iedereen beter wordt bedeed. Bij gebrek aan deze herverdeling gingen sommigen, vooral in industriële steden, er op achteruit.

Ja, er zijn redenen om te denken dat de dollar te duur is. De theorie van koopkrachtpariteit is gebaseerd op het idee dat de juiste wisselkoers tussen twee munten diegene is waarbij eenzelfde mandje verhandelbare goederen op beide plaatsen evenveel kost. En volgens deze theorie is de dollar duidelijk overgewaardeerd, vooral ten opzichte van de euro.

Ja, er zijn redenen om aan te nemen dat Europa heeft geprofiteerd van de Amerikaanse paraplu en onvoldoende investeerde in zijn veiligheid, of het nu gaat om militaire uitgaven, energieautonomie of technologisch meesterschap, onder meer op het vlak van satellieten.

Ja, er zijn redenen om te denken dat de efficiëntie van de overheidsuitgaven moet worden verhoogd, want inefficiëntie is nooit wenselijk en de staat van de Amerikaanse overheidsfinanciën is zorgwekkend.

En ja, er zijn redenen om te geloven dat het monetair beleid moet worden afgestemd op het begrotingsbeleid, een stelling die bijvoorbeeld door Mario Draghi wordt verdedigd, en dat de onafhankelijkheid van centrale banken dus ter discussie moet kunnen worden gesteld.

Dit betekent vanzelfsprekend niet dat Trump gelijk heeft over de remedies, en al evenmin dat al zijn voorafgaande diagnoses zoals rond migratie, sociale bescherming of milieuregelgeving de juiste zijn.

Inflatie, de eerste waakhond

Moet het herhaald worden dat het stemmend publiek niet van inflatie houdt, omdat de meesten van mening zijn dat het hun koopkracht aantast? Het is geweten dat de mens gevoeliger is voor slecht nieuws dan voor goed nieuws, en dat prijsstijgingen couranter zijn dan prijsdalingen, hoewel sommige over het hoofd worden gezien. Denken we maar aan de prijsdaling van 100% van zaklampen, wegenkaarten en encyclopedieën die gratis inbegrepen zijn in onze mobiele telefoon. Een opflakking van de inflatie, of het nu gaat om de prijs van eieren of andere goederen of diensten die consumenten regelmatig kopen, zou hoe dan ook zeer slecht worden ontvangen en het kiesgedrag kunnen beïnvloeden. En binnen anderhalf jaar wordt er tijdens de zogenaamde “mid-terms” al opnieuw gestemd.

Als het omkeren van migratiestromen een risico vormt op inflatievlak door een mogelijk tekort aan arbeidskrachten met stijgende loonkosten als gevolg, dan zal het opleggen van hoge invoerrechten op een breed scala aan producten en diensten van de belangrijkste handelspartners, zoals China, Canada, Mexico en Europa, de inflatie zeker aanwakkeren. Een bijkomend negatief politiek effect is de opwaartse druk op de rentevoeten op zowel korte als lange termijn. De druk die zal worden uitgeoefend op olieproducerende landen om de productie van fossiele brandstoffen te verhogen en zo de prijzen te drukken zal wellicht ruimschoots onvoldoende zijn. Zich mengen in het monetaire beleid om de rentevoeten te

verlagen zal waarschijnlijk zeer slecht worden ontvangen en daarenboven de inflatie opdrijven.

Een punt dat we hier moeten benadrukken is de beperkte ruimte voor substitutie tussen buitenlandse en lokale productie. Het vraagt tijd voor een bedrijf om in de VS te produceren om zo de importheffingen te vermijden. Bovendien worden dergelijke beslissingen belemmerd door de wispelturigheid van D. Trump. Het zou dom zijn een fabriek naar de Verenigde Staten te verplaatsen als er morgen weer een koerswijziging is op vlak van invoerrechten. Tenslotte is er nog een bijkomend obstakel: de Amerikaanse arbeidsmarkt draait al op volle toeren. Het vinden van arbeidskrachten, die bovendien nog moeten worden opgeleid, zal niet eenvoudig zijn. We kunnen dus verwachten dat de verhoging van de invoerrechten niet zal leiden tot een toename van de lokale productie, maar eerder in de toename van de consumentenprijzen.

Andere tegengewichten

Ook de **conjunctuur** werkt als tegengewicht. Een recessie of een stijging van de werkloosheid zou niet stroken met de verwachtingen van de kiezers, die andere beloften zijn gemaakt. Wat doen bij een terugval van de economie? Een eerste optie is niets doen en de verantwoordelijkheid afschuiven op Biden. Maar dat is makkelijker gezegd dan gedaan. De entourage van de president probeert zich in te dekken door te spreken van een noodzakelijke en wenselijke fase van "detox", een ontgifting waarbij een recessie de te betalen prijs zou zijn voor "een betere toekomst". Dit is echter een gevaarlijk politiek spel. Een tweede optie is de tarieven terugdraaien maar dat wordt nog minder waarschijnlijk naarmate er in de rest van de wereld vergeldingsmaatregelen worden genomen. Een derde optie is het budgettaire en monetaire beleid versoepelen. Op vlak van begrotingsbeleid wordt de uitleg snel duidelijk: het Witte Huis vervangt de "Internal Revenue Service", de federale belastingdienst door een "External Revenue Service" waarbij de rest van de wereld de Amerikaanse overheid financiert. Dit is vanzelfsprekend flauwekul want de belastingplichtige is ook een consument maar het maakt niet uit dat het een doorzichtig trucje is.

De **rentevoeten** kunnen eveneens een tegengewicht vormen. Landen die zich wagen aan irrealistisch beleid worden snel tot de orde geroepen door stijgende rentevoeten. Hogere rentevoeten wegen op huishoudens met schulden, verminderen de consumptie, remmen investeringen af, bemoeilijken de toegang tot huisvesting en doet zowel roerende als onroerende activa dalen. Zal dit hier spelen? Niet zeker voor twee redenen: de handelspolitiek van Trump zorgt

tegelijkertijd voor 2 tegengestelde krachten. Bij een ongewijzigde conjunctuur stimuleert het de inflatie hetgeen de FED noodzaakt om restrictiever te zijn. Maar tegelijkertijd weegt het op de activiteit hetgeen de centrale bank aanzet om soepeler te zijn. Op basis van de marktreactie lijkt het tweede effect dominant. De langetermijnrentevoeten zijn gedaald. En mogelijk slagen de VS toch langetermijnfinanciering aan gunstvoorwaarden af te dwingen.

De **wisselkoers** is wellicht geen tegengewicht. Veel landen, met name in Azië, Latijns-Amerika en Afrika, hebben geleden onder de devaluatie van hun valuta door politieke keuzes die niet in het wereldwijde economische systeem passen. Inderdaad, devaluatie betekent dat de goederen die geïmporteerd moeten worden, zoals voedsel en medicijnen, duurder worden, en dat is allesbehalve populair. In de Verenigde Staten is de situatie wellicht anders. Zoals hierboven aangegeven, lijkt de dollar duur in termen van koopkrachtpariteit en heeft de Amerikaanse economie substitutiemogelijkheden die de ontwikkelingslanden niet hebben."

Blijft tenslotte de **beurs** als tegengewicht. Hoewel Trump onlangs zei dat hij er niet was om Wall Street te dienen, kan men zich moeilijk inbeelden dat hij ongevoelig is voor een financiële sanctie. Ten eerste omdat hij in het verleden het tegenovergestelde zei, hetgeen sommigen liet spreken van de "Trump put", in verwijzing naar de "Greenspan put", d.w.z. dat de autoriteiten een "anti-crash" vangnet bieden. Daarnaast is een dalende aandelenmarkt niet goed voor het imago van geniale zakenman die de VS gaat redden dat hij zich probeert aan te meten. Bovendien zou een daling van de beurs alle Amerikanen die hun toekomstige pensioenkapitaal in de beurs hebben geïnvesteerd treffen. Volgens de FED is 30% van het vermogen van de Amerikanen belegd in aandelen en volgens Yardeni (Quicktake 6 april) bezitten 62% van de Amerikaanse volwassenen aandelen, een cijfer dat oploopt tot 65% voor de middenklasse (met een inkomen tussen 40.000 en 100.000 dollar). En ten slotte omdat een daling van de koers van Bitcoin of Tesla-aandelen meer dan alleen symbolische gevolgen zou hebben. De vrienden van vandaag zouden tegenstanders kunnen worden!

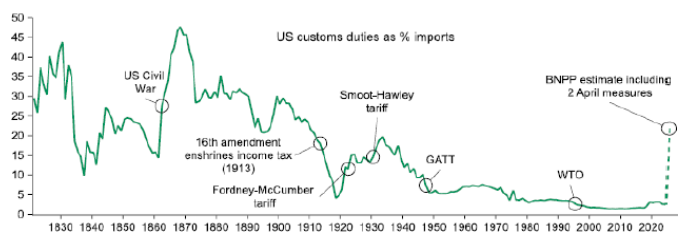
Kennelijk heeft men weinig geleerd van 2018, toen de handelsspanningen met China de Amerikaanse economie al zwaar troffen. De lessen uit het verleden waren niet ontradend genoeg en we worden nu geconfronteerd met een zwaarder, gewelddadiger salvo. Maar de geschiedenis leert ook dat er altijd een daarna komt. En dat is ook een kracht die telt.

Etienne de Callatay – etienne.decallatay@orcadia.eu

ALLOCATIE & STRATEGIE

Liberation day: tarieven fors hoger dan verwacht ...

Nu "**liberation day**", de dag dat Trump zijn wederkerige ("**reciprocal**") tarieven ging aankondigen, achter de rug is, kunnen we de mogelijke **schade** beter inschatten. En die lijkt op het eerste zicht **duidelijk groter dan** hetgeen door zowel ons als door de markten **werd ingeschat**, en dit op verschillende vlakken. De definitie van wederkerigheid liet vermoeden dat voor landen met bestaande handelsakkoorden de schade beperkt zou blijven. Een volledige foute assumptie blijkt want er wordt een **universeel tarief van 10%** ingevoerd, zelfs voor het onbewoonde Heard Island. **Daarnaast laat de simplistische berekening van "faire tarieven" de haren te berge rijzen** van eenieder die enige notie heeft van de werking van de internationale economie: Het gaat als volgt: neem het deficit op de handelsbalans voor goederen (export naar VS – import uit VS) en deel dit door de export naar de VS. Omdat de Amerikaanse president een genereus man is, rekent hij maar de helft van dit getal aan als tarief, met een minimum van 10%. Bepaalde goederen zoals geneesmiddelen en halfgeleiders zijn momenteel vrijgesteld, maar dat kan snel veranderen. Dat er nog zoiets bestaat als een handel in diensten - abonnement op Netflix, advertentie-inkomsten voor Google om er twee te noemen – wordt terzijde geschoven. Zo had de EU met de VS een overschot van \$ 157 miljard op de handelsbalans van goederen maar ook een tekort van \$109 miljard in diensten. Maar de dwaasheid gaat nog een stuk verder. Verwacht Trump écht dat Amerikanen hun sportschoenen en kleren zelf maken als hij landen zoals Bangladesh en Vietnam tarieven van meer dan 35% oplegt? De enigen die voor lage lonen willen werken wil hij immers het land uitzetten. En wat met koffie of bananen? Op basis van een gewogen gemiddelde van de import van goederen en de aangerekende tarieven zouden volgens economen de **gemiddelde douanetarieven** – indien ongewijzigd – uitkomen **tussen de 20 en 25%, meteen het hoogste cijfer in meer dan 100 jaar.**



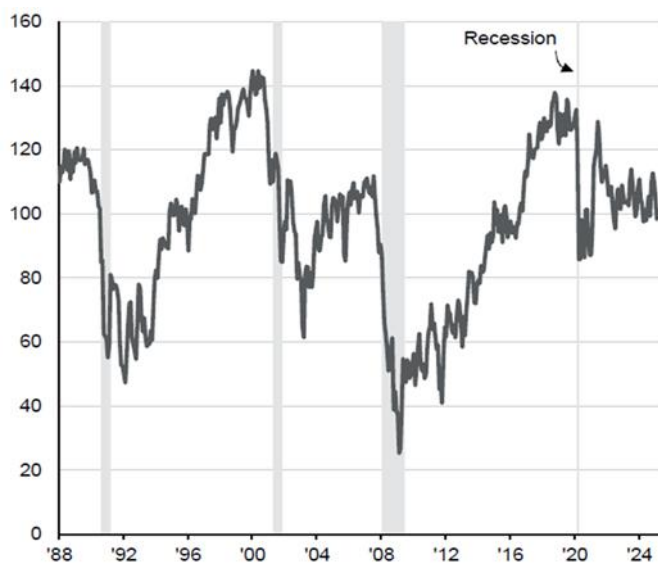
Bron: BNP– douanetarieven in de VS

Het kan dalen als er onderhandeld wordt of verder verhogen als er tegenmaatregelen worden genomen zoals China dat deed met, dit keer écht, wederkerige heffingen van 34%. Er zijn gelukkig verschillende redenen om de verhopende dat de soep niet zo heet zal worden gegeten als ze wordt opgediend, meer details vindt u in het bovenstaande stuk.

... met een te verwachten impact op het vertrouwen

De hogere tarieven op import komen, tenzij de bedrijven ze volledig op zich nemen – hetgeen zéér onwaarschijnlijk is – neer op een **bijkomende belasting op de Amerikaanse consument**. Op basis van een tarief van 20 à 25%, zonder substitutie (vaak moeilijk of zelfs onmogelijk) en zonder noemenswaardige tussenkomst van de bedrijven, kan dit **ingeschat worden op 2 à 2.2% van het BNP**. In dit cijfer zitten

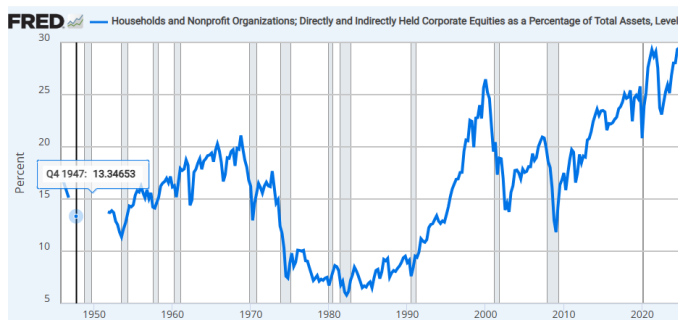
te verwachten **2de ronde effecten** zoals een consument die zijn consumptie terugschroeft uit vrees voor een recessie **niet inbegrepen**. Het consumentenvertrouwen daalde de laatste maanden al, maar dit vertaalde zich niet in een afname van de consumptie.



Bron: JP Morgan AM – US consumer confidence

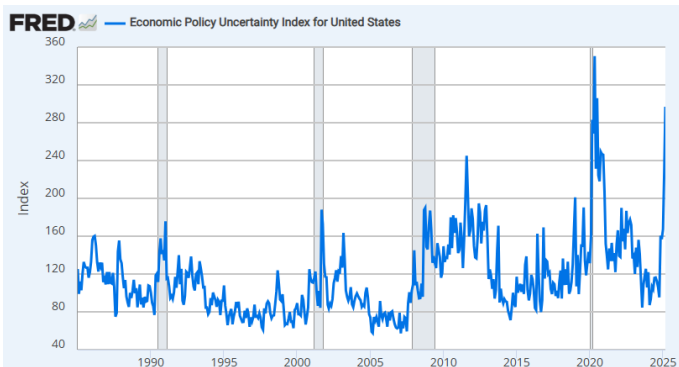
Gunstig vorig scenario op de schop

Ons **voorgaand economisch scenario** waarin de consument bleef besteden omdat zijn inkomen sneller steeg dan de inflatie, zijn schuldgraad tegenover activa op het laagste peil in 50 jaar stond en er volop jobs worden gecreëerd kan na de aankondiging **op de schop**. De **daling van de aandelenmarkt** riskeert op zijn minst een gevoel van **onbehagen** te veroorzaken nu bijna **30% van de activa** van de gezinnen uit **aandelen** bestaat, het hoogste peil ooit.



Bron: FRED – aandelen in % v/d activa van de Amerikaanse gezinnen

De **inflatoire schok** die de tarieven veroorzaken zullen ervoor zorgen dat, in tegenstelling tot hetgeen we de afgelopen 2 jaar zagen, de **lonen niet langer in reële termen zullen stijgen, integendeel**. Een **voorzichtiger consument** die minder besteedt in combinatie met de absolute onzekerheid die **bedrijven** aanzet aanzetten om **investeringen uit te stellen** zal de **vraag naar arbeid niet ten goede komen**. De **toenemende jobcreatie** die we sinds het begin van het jaar zagen, bevestigd door de merklijk forser dan verwachte toename van het aantal jobs in maart (228.000 jobs tegenover 135.000 verwacht), **riskeert stil te vallen en zelfs negatief te worden**.



Bron: FRED – Economic Policy uncertainty index.

Kans op recessie fors toegenomen ...

De combinatie van bovenstaande elementen maakt het **waarschijnlijk** dat we in de **2de jaarhalf** niet met een mid-cycle slowdown, met een vertragende groei zullen te maken hebben maar in een **recessie** belanden. Zelfs indien een belangrijk gedeelte van de tarieven wordt teruggeschroefd, zal de toegenomen onzekerheid negatief op de groei wegen.

... ook in Azië...

De Amerikaanse economie is niet de enige zijn die hieronder te lijden zal hebben. Landen zoals Maleisië, Taiwan, Thailand en Vietnam waar export naar de VS goed is voor meer dan 10% van het BNP (zelfs 25% voor Vietnam), zullen midscheeps geraakt worden. Voor de Aziatische giganten India en China zal de impact beperkter zijn aangezien de export naar de VS 2 à 3% van hun BNP uitmaakt. Maar voor China is het natuurlijk een extra last bovenop de al bestaande problemen.

... en in Europa

De cijfers zijn vergelijkbaar voor de EU (3%). Op zich niet het einde van de wereld maar het riskeert de **positieve trend** die we de afgelopen maanden zagen in de gepubliceerde **macro-economische cijfers om te keren**.



Bron: Bloomberg – Citi economic surprise index eurozone

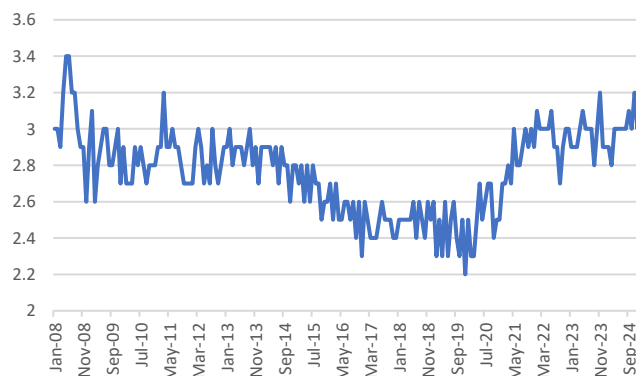
De mentaliteitswijziging in het anders op budgettair vlak zo starre Duitsland rond de **Schuldenbremse** zal op korte termijn weinig tot niets veranderen. Versta ons niet verkeerd: de plannen van om en bij de 1000 miljard euro uit te geven aan defensie en infrastructuur zijn kolossaal en de stimulans voor de economie is **duidelijk positief**. **De impact zal zich echter maar geleidelijk laten voelen en kans is groot dat we in Europa terug afglijden naar het moeras van lage economische groei.**

ECB heeft marge om in te grijpen ...

Tenzij Europa keihard zou terugslaan en de tarieven op Amerikaanse import sterk zou optrekken, zal de **mindere economische groei de inflatie in de eurozone verder doen dalen**. Voor “Liberation Day” viel de inflatie al terug: zo bedraagt de “core” inflatie nog 2.4% en benadert ze de doelstelling van de ECB en de inflatie in de dienstensector nam merkkelijk af naar 3.4%. **De daling van de olieprijs en de depreciatie van de dollar trekken de inflatie ook naar beneden**. Dit neemt de **belangrijkste rem voor de ECB** om de economie te ondersteunen en zo de negatieve effecten van de verminderde vraag te verzachten **weg**.

... de FED zit in een lastiger parket

De Amerikaanse centrale bank (**FED**) bevindt zich in een merkkelijk minder gunstige situatie. Zij heeft een **dubbelmandaat**. Het **tewerkstellingsluik** vereist momenteel nog geen renteverlaging maar dat riskeert te veranderen met de handelsoorlog. Het **inflatieluik laat op dit moment niet echt renteverlagingen toe**: de core inflatie bedraagt 3.1% en de diensteninflatie zelfs 4.1%. Voor “liberation day” stegen de inflatieverwachtingen bij de Amerikaanse consument al merkkelijk.



Bron: Un. Michigan – Consumer survey – Median expected inflation 5y

Aangezien consumenten structureel de inflatie overschatten is het absolute niveau minder van belang maar de snelle stijging ervan geeft aan dat het **risico dat de inflatieverwachtingen niet langer verankerd** zijn toeneemt. De hoger dan verwachte tarieven doen hieraan geen goed: de inflatie riskeert op zeer korte termijn (weken) met 2 à 2.5% te stijgen en dat voor 2de ronde effecten. Dit maakt het voor de **FED moeilijk om de economie te ondersteunen met renteverlagingen**. Powell zal immers willen vermijden tweemaal in dezelfde val te trappen en een inflatie-episode aan te wakkeren.

Duidelijke flight to quality

Op obligatievlak wordt de voorzichtige toon die we al geruime tijd aanhouden beloond. Er is een duidelijke **flight-to-quality richting staatsobligaties**. Zo valt de 10-jarige Duitse rente terug naar zowat 2.5% van bijna 3% begin maart. Ook in de VS daalt de rente duidelijk. Daarnaast is er een **merkkelijke stijging van de spreads in bedrijfsobligaties**, in het **bijzonder** in het meer risicovolle **high-yield segment**. Desalniettemin blijven we hiervan op dit moment eerder koele minnaars aangezien de risico-return balans nog steeds onvoldoende interessant is.

... kansen ontstaat in aandelen

De **risico-return balans in aandelen** werd door de scherpe correctie op de aandelenmarkten wel **merkelijk beter**. Toegegeven, de duidelijk **toegenomen kans op een recessie** zal neerwaartse druk zetten op de bedrijfswinsten maar dit wordt momenteel al **in belangrijke mate in de koersen vertaald**. Historisch gezien verloor de S&P500 index gemiddeld een dikke 10% tijdens economische groeivertragingen en tijdens recessies zowat 25%. Het hoogtepunt van de Amerikaanse beursindex bedroeg ongeveer 6140 punten. De slotkoers van vrijdag 4 april was 5074 punten. Het niveau waarbij de historische recessie volledig geprijsd is (4600 punten) komt dus in sneltempo dichterbij. Daarnaast geven een aantal zogenaamde “**contrarian**” **indicators de eerste tekenen dat een aankoopmoment dichterbij komt**. Zo noteert driekwart van de bedrijven uit de S&P500 index onder hun voortschrijdend 200-daags gemiddelde, hetgeen aangeeft dat beleggers zonder nadenken aandelen dumpen. Daarnaast zien we een sterke toename van de Vix-index (volatiliteit), die wijst op paniek op de markten. In het verleden waren de huidige niveaus goede aankoopmomenten voor beleggers met een middellange horizon.



Bron: Bloomberg – Vix index

Belangrijkste tegenargument is de waardering van de Amerikaanse aandelenmarkt, die voor de correctie duidelijk bovengemiddeld was. De daling zal dit deels verhelpen maar men mag niet uit het oog verliezen dat de winsten onder druk zullen komen te staan bij een recessie. Dit tegenargument geldt niet voor de Europese en Aziatische aandelenmarkten die globaal gesproken niet of nauwelijks overgewaardeerd waren. **Het lijkt er dus sterk op dat de huidige correctie kansen biedt voor een belegger met een langetermijnhorizon** op aandelenposities op te bouwen. Hoewel bepaalde aandelen meer afgestraft zijn dan anderen pleiten we voor een **stapsgewijze en breed gespreide aanpak** aangezien het **onmogelijk in te schatten valt welke landen al dan niet willen onderhandelen en hoe ze aflopen**.

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.