

MACRO-ECONOMISCHE CONTEXT Het Middenrijk staat ... in het midden

Vorige maand schreven we: “Centrale banken zijn centraal.” In dezelfde geest stellen we vandaag — even tautologisch — dat het Middenrijk zich in het midden bevindt. Want ja, China staat centraal in de geopolitieke vraagstukken van vandaag, met als hamvraag: de machtsstrijd tussen de Verenigde Staten en China waarvan de handelsspanningen een goed voorbeeld zijn. En er is nog een reden om onze aandacht op China te richten. Enkele maanden geleden wezen we op de paradox tussen de alom aanwezige uitdagingen enerzijds en de recordniveaus die verschillende beurzen bereiken anderzijds. Deze paradox is des te opvallender in China. Er zijn tal van goede redenen om te denken dat het land geconfronteerd wordt met grote sociale, economische, financiële en politieke problemen en toch is de performance van de Chinese beurs (MSCI China Index) sinds het begin van het jaar indrukwekkend: +36.5% in lokale munt (HKD) en +22.5% in euro (op eind oktober).

De Chinese kwalen

De officiële economische groei bedraagt nog steeds bijna 5%. Dit cijfer is duidelijk lager dan de historische Chinese groei maar ook dat van India. Daarenboven is het — zoals al te vaak bij Chinese statistieken — niet zeker dat het cijfer betrouwbaar is. In een land met een dalende bevolking, die niet gecompenseerd wordt door de zeer beperkte immigratie, dat kampt met hoge jeugdwerkloosheid en wiens buitenlandse handel geconfronteerd wordt met toenemende handelsbarrières, is het moeilijk om in zo’n groeicijfer te “geloven”. Het zou een bijzonder snelle stijging van de productiviteit vereisen, hetgeen weinig waarschijnlijk is.

De groeivertraging is deels het gevolg van de vastgoedcrisis. Die is dan weer het gevolg van de vastgoedhausse veroorzaakt door extreme stimuleringsmaatregelen die China nam na de Grote Financiële Crisis van 2008. Het “Whatever it takes” van Mario Draghi was een bazoeka, maar de maatregelen van Peking waren nog zwaarder geschat. Helaas zorgde dat voor een vastgoedzeepbel, die daarna barstte waardoor we sinds 2022 ook officieel geconfronteerd worden met dalende vastgoedprijzen.

Die prijsdaling treft zowel de lokale overheden als de gezinnen, voor wie vastgoed het belangrijkste financiële actief is. Zij ondervinden een zogenaamd “negatief vermogenseffect” waardoor ze meer gaan sparen en dus minder consumeren.

Die zwakke binnenlandse vraag gaat gepaard met een overcapaciteit in de industrie. Dat deze combinatie tot deflatie leidt komt niet als een verrassing. Dit verhoogt op haar beurt de reële rentevoeten. Het verdient te benadrukken dat het niet AI-productiviteitswinsten zijn die de prijsdruk verklaren!

Ook de macro-financiële stabiliteit baart zorgen. De overheidsschuld is zeer hoog net zoals de private schuld. De kwaliteit van de kredietportefeuilles is twijfelachtig want wellicht worden heel wat problemen onder de mat geveegd. De schulden van lokale overheden en staatsbedrijven vormen

een zwaard van Damocles waarvan het gewicht onbekend maar vermoedelijk aanzienlijk is.

De sociale context is evenmin gunstig. Zoals gezegd, daalt de bevolking en is de jeugdwerkloosheid hoog. Het sociale vangnet blijft ontoereikend, terwijl familiale en gemeenschapssteun afnam onder meer door de interne migratie in het land. De bevolking maakt zich zorgen over de vervuiling. Bij momenten noodzaakt de slechte luchtkwaliteit in de steden dat de economische activiteit stilgelegd wordt. Bovendien toont het regime dat zijn hoogste prioriteit niet sociaal-economisch is, maar politiek: getuige de val van prominente bedrijfsleiders (cf. Alibaba) en sectoren zoals EdTech (onderwijstechnologie), en de zuiveringen binnen de partijtop — zonder dat dit de corruptie volledig uitroeit.

De troeven

Indien nodig kan de overheid op korte termijn een nog expansiever beleid voeren. Dit ondanks de al hoge begrotingstekorten en de negatieve gevolgen van een te expansief monetair beleid in het verleden die tot op vandaag — in het bijzonder in de vastgoedsector — merkbaar zijn.

Een andere troef van China is dat het één van de 2 supermachten van de planeet is; en China gebruikt haar macht, zoals duidelijk geïllustreerd door het handelsconflict. China berust op de omvang van haar economie, op haar vermogen om akkoorden te sluiten met andere partners dan de VS en op haar strategische troeven, zoals de ontginning van zogeheten “rare earths” en in het bijzonder in raffinage ervan. Allemaal troeven die China openlijk durft uit te spelen.

Daarnaast bouwde China een leiderspositie op in tal van sectoren: Denken we maar aan zonnepanelen, elektrische auto’s en batterijen. Ze vloeit niet alleen voort uit publieke investeringen, maar vooral door een ongeëvenaarde “productie” van ingenieurs en afgestudeerden in STEM-richtingen. De wetenschappelijke opleiding, natuurlijke rijkdommen, moderne productiecapaciteit en lagere loonkosten maken van China de fabriek van de wereld — een positie die op korte en middellange termijn onaantastbaar lijkt.

Investerings

China heeft dus onmiskenbare troeven, maar wordt ook geconfronteerd met verschillende problemen. Wat verklaart dan de bovengenoemde sterke beursprestatie van dit jaar?

De eerste reden is de lage waardering in het begin van het jaar. Ondanks de sterke stijging van de Chinese beurs in 2025, blijven de waarderingsniveaus redelijk, met een verwachte koerswinstverhouding van 12.7 (eind oktober), tegenover een historisch gemiddelde van 11.2. In de Emerging Markets is de koerswinstverhouding 13.7, tegenover gemiddeld 11.7. We bevinden ons dus ver van de Amerikaanse situatie, waar de waarderingsniveaus veel hoger liggen en de historische gemiddelden ruim worden overschreden.

De tweede reden is de perceptie dat in de machtsstrijd tussen Donald Trump en Xi Jinping deze laatste over voldoende troeven beschikt. Hij slaagt er bovendien in ze goed uit te spelen zodat een echte escalatie vermeden wordt en China een groot deel van de felbegeerde technologische taart die de markten zo fascineert zal krijgen!

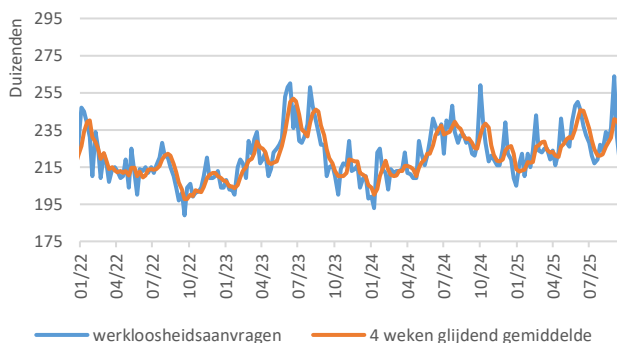
Voor Orcadia AM is het daarom belangrijk om investeringen in Chinese publieke of semipublieke entiteiten te blijven uitsluiten, maar tegelijk een blootstelling aan lokale private ondernemingen te behouden die in lijn ligt met de referentie-index.

Etienne de Callatay – etienne.decallatay@orcadia.eu

ALLOCATIE & STRATEGIE

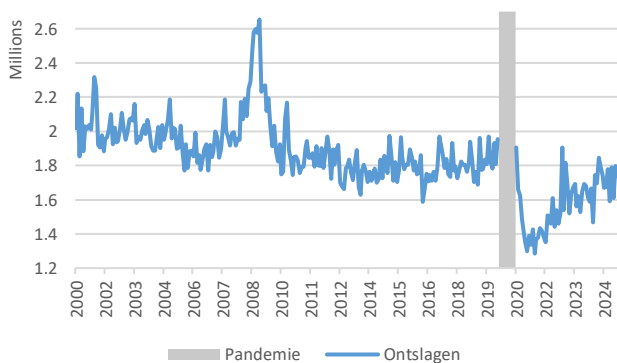
Gemengd economisch beeld in de VS...

De macro-economische cijfers die in de VS nog beschikbaar zijn, hun aantal is uitgedund door de shutdown, tonen een gemengd beeld. De **trend van een afnemende jobcreatie zet zich door**, waardoor de laatste maanden nog amper jobs werden gecreëerd. Het feit dat het verschil in loonevolutie tussen diegenen die van job veranderen en zij die dat niet doen afneemt, wijst erop dat de arbeidsmarkt niet langer oververhit is. Anderzijds zien we dat het glijdend gemiddelde van de volatiele wekelijkse werkloosheidsaanvragen al geruime tijd relatief stabiel blijft.



Bron: Bloomberg, Orcadia – Wekelijkse werkloosheidsaanvragen VS

Toegegeven, sinds het dieptepunt net na de pandemie, toen iedereen wanhopig werknemers zocht, **nam het aantal ontslagen toe. Deze toename is echter niets meer dan een terugkeer richting het gemiddelde van de afgelopen 25 jaar.**



Bron: Bloomberg – JOLTs Layoffs

Hoewel het **werkloosheidspercentage** sinds de inauguratie van Trump **toenam, blijft het in een langetermijnperspectief zeer laag**. De meest waarschijnlijke verklaring is dat het aanbod van arbeid afnam, onder andere door de zeer harde aanpak van migranten. De Dallas FED berekende dat de breakeven rate, de hoeveelheid jobs nodig om de werkloosheid stabiel te houden, gedaald is naar minder dan 50.000 per maand. Minder dan een jaar geleden was dat nog zowat 200.000 jobs. Hoewel een stabiel werkloosheidscijfer goed is voor het consumentenvertrouwen, is de daling van deze breakeven rate moeilijk positief te noemen: het komt immers neer op een mindere toename van het globaal besteedbaar inkomen.

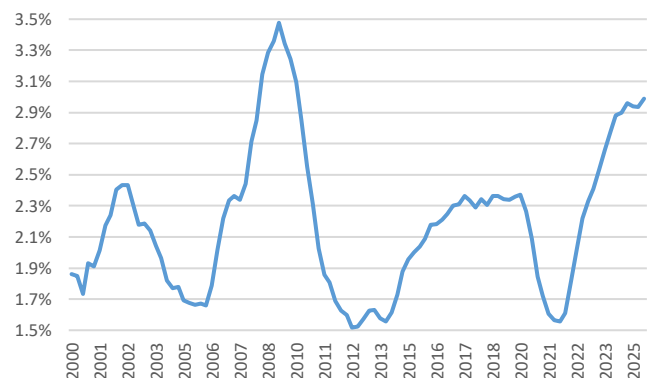
... **toch blijft Amerikaanse groei positief verrassen...**

Desalniettemin blijft de **groei in de VS hoger dan verwacht**. Na een negatieve groei in het eerste trimester van het jaar,

veroorzaakt door massale import in anticipatie op de handelstarieven, nam het bbp in het tweede kwartaal met 3.8% op jaarbasis toe. Op basis van de prognose van het GDPNow-model van de Atlanta Fed valt voor het derde trimester een gelijkaardig cijfer te verwachten. Hoewel het cijfer met een korreltje zout dient te worden genomen, gezien de volatiliteit van het model, blijft het indrukwekkend. Ook **het IMF verhoogde** in haar meest recente publicatie **haar groei-verwachting** voor de VS, naar 2% voor 2025 en 2,1% voor 2026.

... **dankzij zowel consumenten als bedrijven**

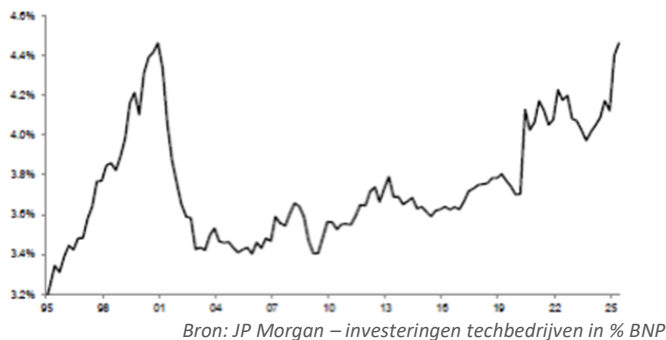
De **verklaring** hiervoor is dubbel: de **stevige consumenten-bestedingen en de bedrijfsinvesteringen**. De consumentenbestedingen stegen op maandbasis met respectievelijk 0,5% (juni), 0,5% (juli) en 0,6% (augustus). Deze goede cijfers verbergen een duidelijke **twespalt tussen de sociale klassen**. Dat de **lagere sociale klassen het moeilijker** hebben, blijkt bijvoorbeeld uit de sterke toename van de wanbetalingen op autoleningen bij minder kredietwaardige ontleners.



Bron: Bloomberg – Wanbetaling op autoleningen

Hetzelfde beeld zien we in de resultaten van de fastfoodketens, die aangeven dat hun klanten voorzichtiger werden. **De hogere sociale klassen zien daarentegen hun inkomen met 4,5% op jaarbasis stijgen en hun activa toenemen**. Aangezien de meer welgestelden voor het grootste deel van de consumentenbestedingen instaan, blijft de Amerikaanse groei goed ondersteund. Consumentenbestedingen zijn immers goed voor zowat 70% van het bbp. Het risico hierbij is natuurlijk dat een forse, aanhoudende, marktcorrectie ervoor zorgt dat de economische groei onder druk komt.

De massale **investeringen** die aangekondigd werden **in de AI-datacenters** (alleen al Google, Meta, Microsoft en Amazon besteden dit jaar 350 miljard dollar, een bedrag dat naar verwachting zal oplopen tot meer dan 400 miljard dollar volgend jaar) **hebben duidelijk een positieve impact op de Amerikaanse groei**. Op basis van cijfers van J.P. Morgan kunnen we besluiten dat de techbestedingen als percentage van het bbp in de afgelopen 25 jaar nog nooit zo hoog waren. Belangrijk om op te merken is dat, in tegenstelling tot 25 jaar geleden tijdens de technologiebubbel, deze investeringen vooral komen van zeer grote, superrendabele bedrijven, hetgeen het risico ons inziens enigszins inperkt.

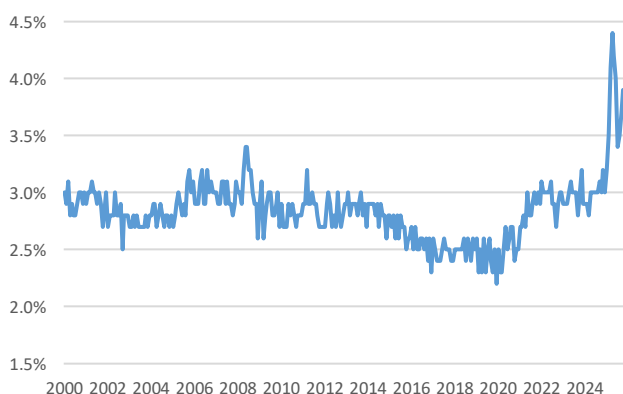


Impact van handelstarieven op inflatie blijft beperkt

Verbazingswekkend is dat de **impact van de handelstarieven op de inflatie tot nu toe relatief beperkt** blijft, terwijl ze op dit moment zowat \$30 miljard per maand opleveren en het CRFB (Committee for Responsible Federal Budget) inschat dat dit op kruissnelheid 40 à 50 miljard zou kunnen worden of een kleine 10% van de overheidsinkomsten. De **reden voor de beperkte impact is wellicht dubbel**: ten eerste zijn de **tarieven pas ingevoerd vanaf de zomer** en is het misschien nog te vroeg om het volledige effect te zien. Ten tweede valt niet uit te sluiten dat **een deel van de tarieven op dit moment gedragen wordt door de bedrijven die, in afwachting van een uitspraak door het Hoogerechtshof rond hun wettelijkheid, hun prijzen niet verhogen om zo hun concurrentiepositie niet aan te tasten.**

2 opeenvolgende renteverlagingen in de VS

De minder dan verwachte toename van de inflatie stelde de Fed in staat om zich meer te focussen op het tewerkstellingsgedeelte van haar mandaat en de rente in zowel september als oktober met 0,25% te verlagen, dit ondanks een al bij al goed draaiende economie en een inflatie die aan de hoge kant blijft (3%). Het kwam voor ons dan ook niet als een verrassing dat Powell aankondigde dat de bijkomende renteverlagingen geen uitgemaakte zaak waren. Wat hierbij wellicht meespeelt is dat de inflatieverwachtingen van de consumenten voor de komende vijf jaar stegen, terwijl deze normaal zeer stabiel zijn.



Economie in Europa verbeterd maar blijft zwak

In Europa zien we dan weer een langzaam verbeterende economische situatie. De voorlopende PMI-index handhaaft zich boven het niveau van 50 punten, hetgeen wijst op een aantrekkende economie. Dit vertaalt zich nog niet in de groeicijfers. Hoewel de **groei in de eurozone marginaal** (0,2% in plaats van 0,1%) **hoger was dan verwacht**, is dit niet echt indrukwekkend. **Frankrijk verraste in positieve zin** met een groei van 0,5%, het hoogste cijfer sinds 2023. Gezien de

politieke onrust in het land is dit verbazingwekkend. In **Duitsland lijkt men daarentegen nog steeds niet uit het moeras te raken.**

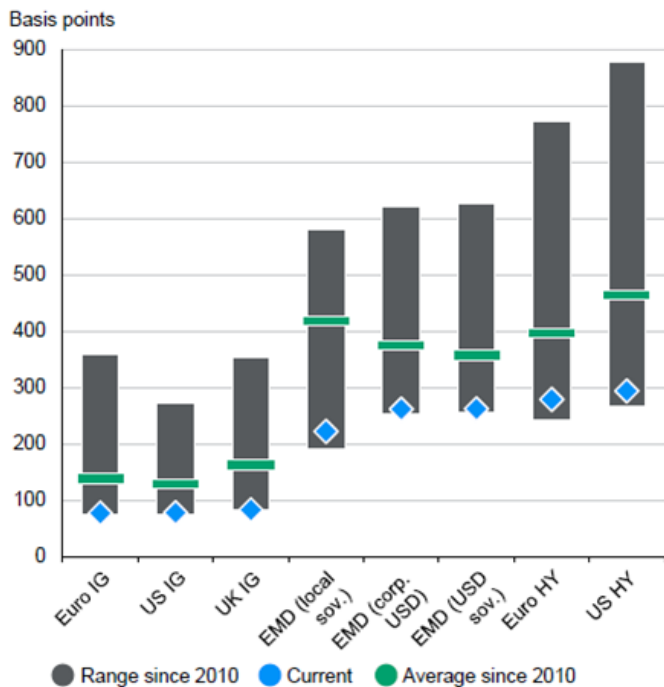
Verminderde kredietwaardigheid van Frankrijk...

De vraag is of de Franse premier François Bayrou erin zal slagen om het overheidstekort van 5,8% – het hoogste in de eurozone – structureel naar beneden te brengen en zo de snelle toename van de schuldenlast af te remmen. Het kwam niet als een grote verrassing dat **S&P**, als laatste van de drie grote rating-agentschappen, **de rating van het land neerwaarts bijstelde naar A+**. Hiermee verliest het land in minder dan 15 jaar vier ratingsniveaus; destijds had Frankrijk nog een AAA-rating. Aangezien het verwacht werd, bleef de marktreactie beperkt en stabiliseerde de spread tegenover de Bund rond 0,8%. Hiermee moet Frankrijk traditioneel zwakkere landen als Griekenland en Italië voor zich laten. Deze laatste zag zijn spread de afgelopen jaren significant dalen in reactie op het economische beleid van de regering-Meloni.



... en zeer lage vergoedingen in de obligatiemarkten

De **afgelopen weken** zagen we **een aantal ongelukken in de private debtmarkt**. Het valt te verwachten dat er nog wel een aantal verborgen problemen zijn. Jamie Dimon, CEO van J.P. Morgan, de grootste Amerikaanse bank, verwoordde dit treffend: “Als je één kakkerlak ziet, zijn er wellicht meerdere in de keuken.” **Door haar snelle groei lijkt de private debtmarkt, die nog niet zo lang geleden een nichemarkt was, meer en meer op de traditionele obligatiemarkt**, zij het vaak met een hoger risicoprofiel en minder publieke informatie. Dit vormde vroeger geen probleem, gezien de one-on-one-relaties. Door de forse toename van de omvang van het opgenomen krediet is het ondertussen vaak one-to-multiple geworden, waarbij de ontlenaar een informatievoordeel heeft. Op zich hoeft dat geen probleem te zijn, indien men hiervoor correct vergoed wordt. Maar dat is niet langer het geval. **Private markets zijn niet de enige die in dit bedje ziek zijn. In alle obligatiemarkten bevindt de spread zich op of in de buurt van het laagste niveau van de afgelopen vijftien jaar.**



Bron: JP Morgan – spreads betaald door subsegmenten van de obligatiemarkt

Sinds kort worden de massale investeringen in AI door de techgiganten deels gefinancierd met schuld. Zo gaf Alphabet het afgelopen kwartaal voor 25 miljard dollar aan obligaties uit. Meta en Oracle waren goed voor respectievelijk 30 en 18 miljard. Het is niet ondenkbaar dat deze massale uitgaven kunnen zorgen voor een **crowding-out effect**, met een opwaartse druk op de spread als gevolg. **We pleiten dan ook voor voorzichtigheid en verkiezen staatsobligaties**, in het bijzonder deze van goede kwaliteit.

Zeer goede bedrijfsresultaten in de VS...

Het **resultatenseizoen in de VS** loopt op zijn laatste benen en was **uitgesproken goed**. Zowel de omzetgroei als de winstgroei versnelden tegenover het afgelopen trimester, dat al zeer goed was. Opvallend is ook dat, net als vorig trimester, **de positieve verrassingen zeer breed gespreid zijn over bedrijven** en sectoren en dat het **verschil in winstgroei tussen de “Magnificent 7” en de rest van de markt afneemt**: van 30% een jaar geleden naar 12% het afgelopen kwartaal. Dit is koren op de molen voor de Equal Weight-aanpak, waarover we in het verleden al spraken. De marktkapitalisatie-gewogen index noteert iets meer dan 23 keer de verwachte winst. Voor de Equal Weight-index is dat 17,5 keer. We pleiten er echter voor om niet “all-in” te gaan. De winstgroei van de hypercaps is van dien aard dat de 10 grootste bedrijven uit de S&P 500-index goed zijn voor zowat 33% van de winst van de index (en 42% van de marktkapitalisatie).

... terwijl Europa achter blijft

In Europa waren de **winstcijfers minder goed**. Hoewel de **situatie verbetert** tegenover het vorige trimester blijft de omzetgroei met 0,5% en de winstgroei met 5% **duidelijk achter op de VS**. Wat dan weer voor Europa pleit, is dat het de **enige regio is waarvan de waardering in lijn ligt met haar historisch gemiddelde**. Een stabilisatie van de politieke situatie in Frankrijk zou de Europese aandelenmarkt kunnen vooruithelpen. Franse sterkaandelen bleven, ondanks hun vaak internationale activiteiten, dit jaar duidelijk achter. Aangezien ze goed zijn voor ongeveer 17% van de Europese aandelenindex, zal een herstel van de Franse aandelenmarkt de Europese indices ondersteunen. We blijven voorstander van een overweging in Europese aandelen.

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.Debruyne@orcadia.eu

Hoewel de in dit document verstreekte 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.