

MACRO-ECONOMISCHE CONTEXT Europa zonder leger, niet ontwapend

“Europa, hoeveel divisies?” De vraag die Stalin in 1935 stelde over de militaire macht van het Vaticaan heeft door de Russische invasie van Oekraïne in 2022 en de groeiende twijfels over de stevigheid van de NAVO-paraplu een andere bijklank gekregen.

Soms blijkt de militaire capaciteiten onverwachts groot. Denk aan het verzet dat Finland in de winter van 1939-1940 bood aan de Sovjet-Unie, of vandaag aan Oekraïne: landen die op papier in enkele dagen volledig onder de voet gelopen zouden worden. Niettemin moet men, ondanks deze heroïsche verrassingen, vaststellen dat Europa — zeker in een wereld waarin de NAVO zich in een soort van klinische dood bevindt, om Macron’s huiveringwekkend profetische uitspraak te hernemen — militair zwak oogt. De optelsom van de nationale defensiebudgetten is nochtans allesbehalve verwaarloosbaar, en het oude continent, met Frankrijk voorop (dank u, generaal De Gaulle?), beschikt over industriële troeven op defensieveld. Maar is er écht een Europese federale geest, een gedeeld patriottisme, een diep besef dat het lot van de Europese naties met elkaar verbonden is, dat ons ertoe zou aanzetten de wapens op te nemen als een van de Baltische staten rechtstreeks wordt aangevallen?

Economen en vermogensbeheerders stellen zich vanzelfsprekend bovenstaande vragen. Maar er is er nog een andere vraag met een directere impact op hun expertisedomein: economische activiteit, rentevoeten, wisselkoersen en bedrijfswinsten. Stel dat er een gedeelde politieke wil zou zijn -wat allerm minst zeker is – Welke beschikbare economische en financiële tegenmaatregelen zou Europa kunnen nemen tegenover een VS die openlijk onvriendelijk zijn geworden.

Of het nu gaat om het beantwoorden van handelsbelemmeringen opgetrokken ter bescherming van Amerikaanse bedrijven, of om een reactie op de inmenging vanuit Washington in het politieke leven van Europese landen die niet naar Trump’s pijpen dansen: Europa moet zijn troepen inspecteren, niet zijn soldaten, maar zijn economische en financiële instrumenten voor preventie en vergelding

De kraan dichtdraaien

In tegenstelling tot de Verenigde Staten genereert Europa collectief een spaaroverschot, dat voor een groot deel aan de VS wordt uitgeleend. Het idee is dan ook ontstaan om — zoals bij een jongvolwassene die bij “hotel mama” blijft hangen — “de kraan dicht te draaien”. Maar die dreiging is op economisch vlak al even weinig geloofwaardig als in de familiale context. Ten eerste zijn die kredieten aan de Amerikaanse overheid en bedrijven het resultaat van beslissingen van private actoren in de financiële sector. Een overheidsinstructie aan deze actoren is denkbaar, maar dat zou een radicale koerswijziging betekenen. Ten tweede zou een massale verkoop van Amerikaanse activa leiden tot aanzienlijke koersdalingen in

zowel aandelen als obligaties, hetgeen de Europese macro-financiële stabiliteit in gevaar kan brengen.

Op lange termijn heeft Europa er nochtans alle belang bij dat Europese spaargeld veel minder in obligaties — en in het bijzonder in Amerikaanse staatsobligaties — wordt belegd, en veel meer in aandelen, in het bijzonder in Europese. Dat zou tegelijk het rendement op spaargeld verhogen en de financiering van het Europese ondernemerschap makkelijker maken. Een dergelijke cultuuromslag over financieel risico zal echter tijd vergen.

Risicovrij of niet?

Wat daarentegen wel haalbaar lijkt — en onder meer door Daniel Gros, de gekende Duitse econoom gespecialiseerd in Europese economische politiek, in de verf werd gezet — is het ontnemen van het statuut van “risicovrije” belegging aan Amerikaanse obligaties. Dit zou Europese beleggers ontmoedigen om erin te beleggen en leiden tot hogere Amerikaanse rentevoeten. Dit zal de VS pijn doen: de financieringskost van zowel de overheid als de bedrijven zou toenemen en voor gezinnen zou de toegang tot hypotheekair krediet moeilijker worden waardoor de, politiek uiterst gevoelige, betaalbaarheid van huisvesting nog meer onder druk zou komen. Een dergelijk scenario dient uiteraard in rekening te worden gebracht in de beleggingsstrategie, aangezien het de aantrekkelijkheid van langlopende Amerikaanse staatsobligaties aantast.

Gunstige belastingregimes aanpakken

Maar dat is niet alles. Er bestaat nog een andere manier om “pijn te doen” — of minstens te tonen dat men daartoe in staat is — en dat is de fiscaliteit. Amerikaanse multinationals zijn bijzonder verknocht aan Ierland, niet om zijn groene landschappen, maar om zijn gunstig belastingregime. Vaak rekent een Ierse dochteronderneming ruim ingeschatte “royalties” aan aan een Amerikaanse zustermaatschappij. Dit verschuift de belastbare basis van de Verenigde Staten naar Ierland, waar de vennootschapsbelasting aanzienlijk lager ligt. Het verhogen van de belasting op royalties of dat Ierland de mogelijke fiscale optimalisatie zou verminderen zou Wall Street doen knarsetanden.

Toegegeven, als zulke maatregelen zouden worden ingevoerd, zouden de Amerikaanse belastinginkomsten stijgen, wat niet meteen als een straf zal worden ervaren in Washington. Trump zou bovendien kunnen beslissen de vennootschapsbelasting verder te verlagen — maar dan wel voor alle bedrijven. De ondernemingen die het meest gebruikmaken van fiscale optimalisatie zouden hierbij het meest te verliezen hebben, en zich luid laten horen.

Technologie reguleren

Het Europese instrumentarium reikt nog verder. Europa zou de export kunnen beperken van goederen en technologieën die de

Verenigde Staten echt nodig hebben. Denk daarbij niet aan de producten van onze wijnbouwers, brouwers of chocolatiers maar aan wat ASML produceert — het Nederlandse bedrijf dat als enige wereldwijd de machines produceert die onontbeerlijk zijn om geavanceerde chips te maken. Zonder deze machines kan Trump een kruis maken over zijn prestigeplannen om de lokale productie van halfgeleiders te laten heropleven. Niet enkel China beschikt over strategische grondstoffen, Europa heeft ook troeven waar men moeilijk rond kan.

En wat technologie betreft: Europa heeft alle redenen — ethisch, educatief en democratisch — om de giganten van sociale netwerken en dataopslag veel strengere regels op te leggen. Desinformatie, geweld (in het bijzonder seksueel geweld), verslaving, verborgen reclame, privacy, mentale gezondheid: wat zou er gebeuren als technologiebedrijven aansprakelijk werden gesteld voor de inhoud die zij

verspreiden? In een belangrijke toespraak in Dubai op 3 februari kondigde de Spaanse premier Pedro Sánchez aan dat Spanje maatregelen zal nemen die - eindelijk - in verhouding staan tot de dreiging.

Vermogensbeheer

Ook hier moet de link met de beleggingsstrategie worden gelegd. Een dergelijke regulering zou immers de winstvooruitzichten in de technologiesector temperen. Een relatieve onderweging van de Verenigde Staten, en binnen de Verenigde Staten een bijkomende — zij het beperkte — onderweging van de technologiesector, is dan ook gerechtvaardigd, zowel op basis van absolute en relatieve beurswaarderingen als op grond van geopolitieke risico's.

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.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.