

Macro Update jaareinde 2017: Kijken onder de motorkap van de groeimachine.

- *Het macro-economische beeld ziet er aantrekkelijk uit.*
- *De markten voor zakelijke waarden hebben hier al ruimschoots op geanticipeerd: de huidige aandelen waarderingen zijn ongekend hoog!*
- *Een meer gedetailleerde analyse leert dat de belegger een selectieve benadering moet volgen met betrekking tot regio's, landen, sectoren.*
- *Vastrentende beleggingen zijn sowieso overgewaardeerd als gevolg van de kunstmatig lage rente niveaus vanwege het overmatig ruime monetaire beleid van centrale banken.*
- *En de vele geopolitieke bedreigingen kunnen iedere positieve ontwikkeling desastreus beïnvloeden en tot nieuwe crises in financiële markten leiden.*

1. De recente World Economic Outlook van het IMF toont een behoorlijk optimistisch beeld.
De wereld economie gaat beter dan eerder gedacht, vooral in de ontwikkelde economieën (*zie onderstaande tabel*).

Met name de Eurozone groeit steviger dan in het vorige kwartaal nog werd geraamd, evenals Japan.

De Britse economie lijdt onder de onzekerheid rond Brexit.

Een groot aantal ontwikkelingslanden groeit mede door verwacht herstel van energie en grondstoffen prijzen.

China lijkt op zijn gekozen groeipad te blijven.

Table 1.1. Overview of the World Economic Outlook Projections
(Percent change, unless noted otherwise)

	2016	Projections		Difference from July 2017 WEO Update ¹		Difference from April 2017 WEO ¹	
		2017	2018	2017	2018	2017	2018
World Output	3.2	3.6	3.7	0.1	0.1	0.1	0.1
Advanced Economies	1.7	2.2	2.0	0.2	0.1	0.2	0.0
United States	1.5	2.2	2.3	0.1	0.2	-0.1	-0.2
Euro Area	1.8	2.1	1.9	0.2	0.2	0.4	0.3
Germany	1.9	2.0	1.8	0.2	0.2	0.4	0.3
France	1.2	1.6	1.8	0.1	0.1	0.2	0.2
Italy	0.9	1.5	1.1	0.2	0.1	0.7	0.3
Spain	3.2	3.1	2.5	0.0	0.1	0.5	0.4
Japan ²	1.0	1.5	0.7	0.2	0.1	0.3	0.1
United Kingdom	1.8	1.7	1.5	0.0	0.0	-0.3	0.0
Canada	1.5	3.0	2.1	0.5	0.2	1.1	0.1
Other Advanced Economies ³	2.2	2.6	2.5	0.3	0.1	0.3	0.1
Emerging Market and Developing Economies	4.3	4.6	4.9	0.0	0.1	0.1	0.1
Commonwealth of Independent States	0.4	2.1	2.1	0.4	0.0	0.4	0.0
Russia	-0.2	1.8	1.6	0.4	0.2	0.4	0.2
Excluding Russia	1.9	2.9	3.3	0.4	-0.2	0.4	-0.2
Emerging and Developing Asia	6.4	6.5	6.5	0.0	0.0	0.1	0.1
China	6.7	6.8	6.5	0.1	0.1	0.2	0.3
India ⁴	7.1	6.7	7.4	-0.5	-0.3	-0.5	-0.3
ASEAN-5 ⁵	4.9	5.2	5.2	0.1	0.0	0.2	0.0
Emerging and Developing Europe	3.1	4.5	3.5	1.0	0.3	1.5	0.2
Latin America and the Caribbean	-0.9	1.2	1.9	0.2	0.0	0.1	-0.1
Brazil	-3.6	0.7	1.5	0.4	0.2	0.5	-0.2
Mexico	2.3	2.1	1.9	0.2	-0.1	0.4	-0.1
Middle East, North Africa, Afghanistan, and Pakistan	5.0	2.6	3.5	0.0	0.2	0.0	0.1
Saudi Arabia	1.7	0.1	1.1	0.0	0.0	-0.3	-0.2
Sub-Saharan Africa	1.4	2.6	3.4	-0.1	-0.1	0.0	-0.1
Nigeria	-1.6	0.8	1.9	0.0	0.0	0.0	0.0
South Africa	0.3	0.7	1.1	-0.3	-0.1	-0.1	-0.5

Bron: IMF World Economic Outlook October 2017

De ontwikkelingen in de Eurozone zijn voor velen een plezierige verrassing.

Spanje blijft op een positief groeipad zitten hetgeen voor het herstel van het vertrouwen in structurele hervormingen binnen EU verband van groot belang is. Zelfs in Griekenland, waar sinds de crisis in 2008 de economie voortdurend kromp, is nu een trend van herstel in groei te zien.

De ingezette politiek van structurele hervormingen (*aanpassing overheidsuitgaven, belastingen-heffing én -inning, arbeidsmarkt flexibiliteit, mededinging en open-markt prijsvorming*) werkt evident in Europese context als groei stimulant. Deze hervormingen leggen tevens een stevige basis voor betere arbeidsproductiviteit (*maar dat is geen automatisme zoals hieronder wordt besproken*).

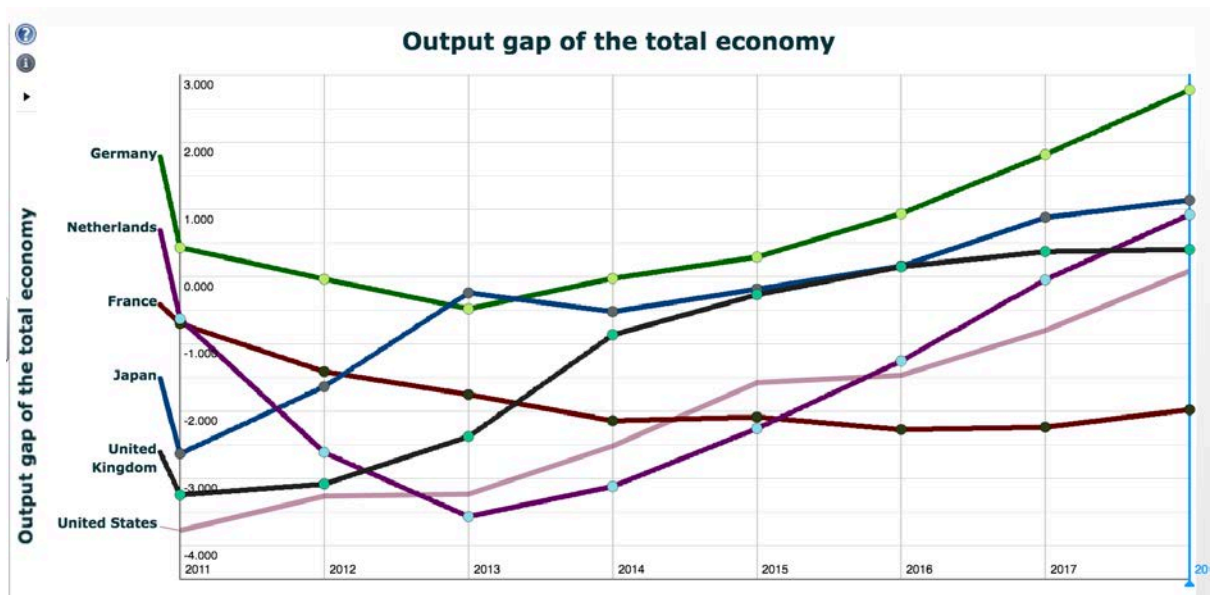
Kortom, van een macro economisch gezichtspunt ziet de toekomst er rooskleurig uit. De centrale banken in de VS, Europa en Azië zijn unaniem van mening dat de tijd voor normalisering van de rente gekomen is alhoewel het tempo van die normalisering per regio zal verschillen.

Echte gevaren liggen in de politieke hoek, zoals Brexit en het beleid van president Trump, maar ook de ontwikkelingen in het Midden-Oosten illustreren.

- Om beter te begrijpen wat de economische toekomst in verschillende landen zal brengen is het interessant om onder de motorkap van de groei-machine te kijken.

Een belangrijke indicator voor groei vooruitzichten is de zgn. “output gap”, dat wil zeggen het verschil tussen wat een economie **kan** produceren gezien de beschikbare middelen van kapitaal, arbeid en materiële input, en wat het de facto in een jaar heeft geproduceerd. Normaal gesproken is een negatieve output gap (*minder produceren dan eigenlijk mogelijk was*) een indicator van achterblijvende vraag door terugvallende groei of recessie.

In de onderstaande grafiek is dan ook te zien dat in de meeste ontwikkelde economieën er van een negatieve output gap sprake was in de nasleep van de financiële crisis. In de laatste jaren is deze situatie sterk verbeterd en is de output gap bijna overal in de westerse wereld positief geworden.



Twee landen springen eruit als “achterblijvers” in de sterk herstellende output gap: Frankrijk (*nog negatief*) en het Verenigd Koninkrijk (*verbeterd maar nauwelijks positief*).

3. Overigens spelen er volstrekt verschillende zaken in ieder van deze landen en dat vraagt om een nieuwsgierig doorwroeten.

In Frankrijk is op het gebied van structurele hervormingen een achterblijver. Verstarde arbeids- en kapitaalmarkt verhoudingen en dominante interventies van overheden op verschillende niveaus, vertragen de reacties op nieuwe economische opportuniteiten en dus ieder cyclisch herstel.

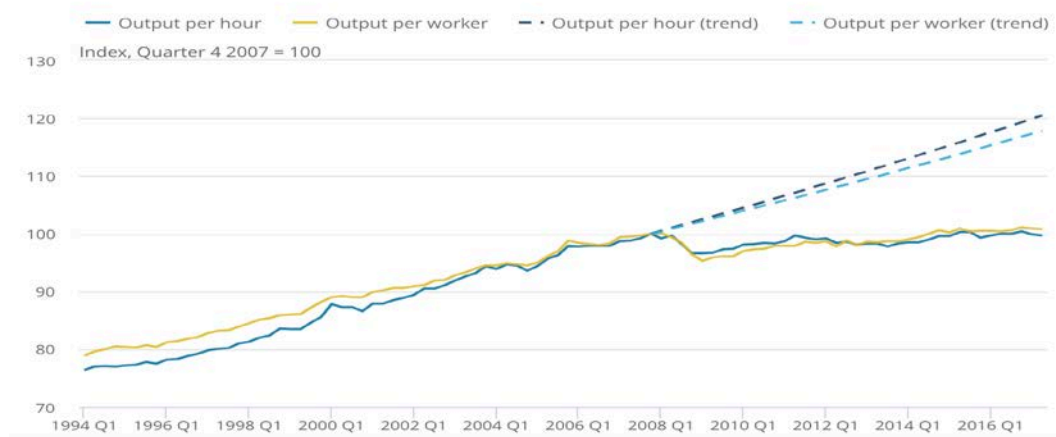
Pas sinds de verkiezing van Emanuel Macron zijn hervormingen op sociaaleconomisch een centraal thema en een eerste start is gemaakt. Voor het succes van de Macron hervormingen is het wel heel erg noodzakelijk dat hij daarin de volle steun krijgt van zijn kern EU partner Duitsland op bilateraal niveau en voor de noodzakelijke hervormingen binnen EU verband.

In het Verenigd Koninkrijk is sprake van een liberale arbeids- en kapitaalmarkt; in de ogen van sommigen zelfs **te** liberaal!

Hoe komt het dan dat de output gap niet sterk verbetert in de laatste jaren?

De kern van dat probleem is de stagnatie van het niveau van arbeidsproductiviteit gedurende de laatste jaren in de VK. Groei van productie gaat normaal gesproken gepaard met relatief minder inzet van arbeid. Maar in het VK niet meer sinds de financiële crisis in 2008: de output per gewerkt uur stagneert (*zie grafiek*).

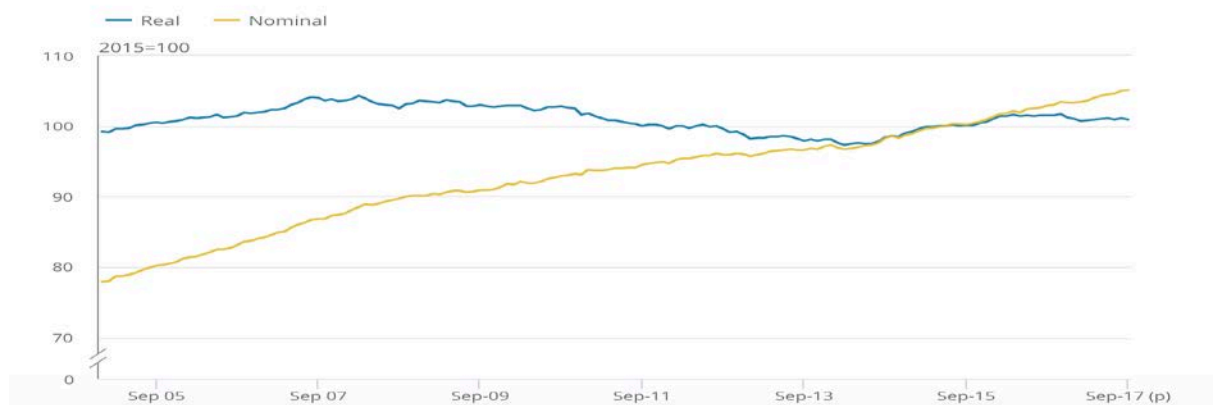
Seasonally adjusted, Quarter 1 (Jan to Mar) 1994 to Quarter 2 (Apr to June) 2017



Tegen de achtergrond van stagnerende productiviteit is het niet verrassend dat reële lonen in de 10 afgelopen jaren nul/negatief was, terwijl de VK economie zich toch sneller herstelde dan vele andere westerse economieën en met name continentaal Europa.

Figure 1: Average weekly earnings regular pay: real and nominal, whole economy, seasonally adjusted

January 2005 to September 2017, Great Britain



Dat betekent dat grote groepen Britten dus niet hebben meegedeeld in de groei van de economie. Daarnaast kon aan de stijgende vraag naar arbeid veelal slechts worden voldaan door rekrutering van buitenlandse werkzoekenden (*m.n. veel Oost Europese werkers*). Dat hierin een vruchtbare voedingsbodem voor het Brexit referendum lag, mag geen verrassing zijn.

Het recente plan van de Britse regering om fors in infrastructuur en training te investeren om zo de productiviteit te verhogen is hoog nodig maar wel laat.

In economische zin sluit daar een politiek van hogere reële lonen bij aan alsmede een zekere regulering van toegang tot de arbeidsmarkt voor niet-ingezetenen. Voorzetting van stagnerende lonen is sociaal politiek onwenselijk en ook geen inspiratiebron voor productiviteitsverbeteringen. En zorg voor inflatie is vandaag niet het grootste probleem.

Samengevat in economische zin moeten structurele problemen in Frankrijk en het Verenigd Koninkrijk met urgentie worden aangepast.

Voor Frankrijk is volle inzet op hervormingsgebied van vitaal belang en Duitsland en de overige EU landen moeten daaraan hun actieve steun geven.

Zonder dat zal de Franse economie achterblijven bij het nieuwe EU herstel.

In het Verenigd Koninkrijk moet primair geïnvesteerd worden om productiviteit te verbeteren en in de slip stream daarvan gestage reële loonsverhogingen mogelijk worden gemaakt.

Het VK zal de grote problemen van een cyclische temporisering en daar bovenop de onmiskenbare negatieve Brexit effecten niet goed kunnen verwerken.

4. Helaas vinden de hiervoor genoemde constructieve economische ontwikkelingen plaats in een geopolitieke omgeving die nachtmerries kan veroorzaken.

Kijk eens naar het volgende griezel-lijstje:

- President Trump
- Brexit
- Handelsoorlog VS-China
- Spanningen binnen Europa (*o.m. populisme in Oost Europa, conflict Eurozone*)
- Midden Oosten (*o.m. ISIS, machtsstrijd in Saoedi-Arabië, spanningen Iran – Saoedi-Arabië*)
- Rusland
- Venezuela
- Turkije, enz.

Ieder van de hiervoor genoemde politieke brandhaarden kan tot een groot internationaal politiek conflict leiden.

Zo'n conflict kan, mits niet adequaat en tijdig geadresseerd, directe gevolgen hebben voor de wereld economie en kan het herstel van de mondiale groei grondig verstoren.

Slapeloze nachten resulteren als men denkt aan de mogelijke effecten van mogelijk tegelijkertijd optreden van deze geopolitieke conflicten.

5. Onder de motorkap gekeken en het volgende gezien:

- Het macro-economische beeld ziet er aantrekkelijk uit.
- Op hetzelfde moment moeten we ook vaststellen dat de markten voor zakelijke waarden hier al ruimschoots op hebben geanticipeerd: de huidige aandelen waarderingen zijn ongekend hoog!
- Een meer gedetailleerde analyse leert dat de belegger een selectieve benadering moet volgen met betrekking tot regio's, landen, sectoren.
- Vastrentende beleggingen zijn sowieso overgewaardeerd als gevolg van de kunstmatig lage rente niveaus vanwege het overmatig ruime monetaire beleid van centrale banken.
- En de vele geopolitieke bedreigingen kunnen iedere positieve ontwikkeling desastreus beïnvloeden en tot nieuwe crises in financiële markten leiden.

Het lijkt dus niet de tijd om de held uit te hangen !

Maar ook niet het moment om passief te beleggen. Een actief gestuurde en gespreide beleggingsportefeuille is een eerste vereiste.

Daarnaast moet de belegger aan zijn investment adviseur/vermogensbeheerder vragen om de potentiële impact van geopolitieke bedreigingen in kaart te brengen. Die investment professionals moeten instrumenten en methodes bespreken gericht op mitigeren van politieke marktverstoring. Maar tot dat dure hedging van risico's aan de orde is kan van robuuste gediversifieerde portefeuilles worden genoten !

December 2017