

De koektrommel van economen: conjunctuur, structuur, welvaart en verdeling

Een macro update voor begin 2018

Bart Le Blanc

- *De nieuwste economische vooruitzichten zijn positiever met wel eerste tekenen van cyclische regionale verschillen.*
- *De lijst van potentiële internationale politieke ongelukken wordt langer met spanningen in bijna alle regio's.*
- *Financiële markten lopen mee met goed economisch nieuws en verteren de geplande rente verhogingen veelal zonder schokken, maar kunnen door onverwachte politieke acties verstoord worden.*
- *Naast de korte termijn risico's van politieke ongelukken is er de langere termijn problematiek van noodzakelijke structurele hervormingen.*
- *Groeiende ongelijkheid of verlies aan focus op duurzaamheid vragen pro-actieve aandacht om populistische bewegingen geen nieuwe voedingsbodem te geven.*
- *Hedging van ongewenste risico's op korte en langere termijn wordt gemeengoed in iedere beleggingsportefeuille.*
- *Voor beleggers blijft diversificatie tussen asset classes **en** binnen asset classes van groot belang.*
- *China (nu de grootste economie van de wereld) moet zijn terechte plaats in portefeuilles krijgen.*
- *Duurzaamheid in beleggen levert ook duurzaamheid in rendementen op.*

1. De optimistische update over de wereld economie door het IMF (World Economic Outlook January 2018 genaamd: "*Brighter Prospects, Optimistic Markets, Challenges Ahead*") en de jaarlijkse Davos jamboree met alle hoempapa en furore van wereldleiders, geven de financiële markten verdere steun.

Volgens het IMF wordt de economische groei in de komende jaren hoger dan eerder verwacht. Die groei zal vooral optreden in de ontwikkelde economieën (en het sterkst in de Eurozone); emerging markets lopen niet helemaal mee met deze nieuwe groeitrend, met uitzondering van Oost Europa en China. China is nu de grootste economie van de wereld!

De groei heeft voor een groot deel een cyclisch karakter.

Daarnaast dragen reflatoire maatregelen, zoals de belastingverlichting in de VS, bij tot hogere groei. Maar de Brexit gevolgen voor de UK worden somberder ingeschat.

Deze nieuwe prognoses zijn in de onderstaande tabel samengevat, waarin ook de verschillen met eerdere ramingen worden weergegeven.

Table 1. Overview of the World Economic Outlook Projections
(Percent change unless noted otherwise)

	Year over Year						Q4 over Q4 2/		
	Estimate		Projections		Difference from October 2017 WEO Projections 1/		Estimate	Projections	
	2016	2017	2018	2019	2018	2019	2017	2018	2019
World Output	3.2	3.7	3.9	3.9	0.2	0.2	3.9	3.9	3.8
Advanced Economies	1.7	2.3	2.3	2.2	0.3	0.4	2.4	2.3	2.0
United States	1.5	2.3	2.7	2.5	0.4	0.6	2.5	2.7	2.4
Euro Area	1.8	2.4	2.2	2.0	0.3	0.3	2.4	2.1	2.0
Germany	1.9	2.5	2.3	2.0	0.5	0.5	2.8	2.1	2.1
France	1.2	1.8	1.9	1.9	0.1	0.0	2.2	1.8	1.9
Italy	0.9	1.6	1.4	1.1	0.3	0.2	1.5	1.4	0.9
Spain	3.3	3.1	2.4	2.1	-0.1	0.1	3.0	2.2	2.0
Japan	0.9	1.8	1.2	0.9	0.5	0.1	2.0	0.9	-0.3
United Kingdom	1.9	1.7	1.5	1.5	0.0	-0.1	1.3	1.5	1.5
Canada	1.4	3.0	2.3	2.0	0.2	0.3	3.0	2.2	1.9
Other Advanced Economies 3/	2.3	2.7	2.6	2.6	0.1	0.1	2.7	2.5	2.9
Emerging Market and Developing Economies	4.4	4.7	4.9	5.0	0.0	0.0	5.2	5.3	5.3
Commonwealth of Independent States	0.4	2.2	2.2	2.1	0.1	0.0	2.2	2.1	1.7
Russia	-0.2	1.8	1.7	1.5	0.1	0.0	2.3	1.9	1.6
Excluding Russia	1.9	3.1	3.4	3.5	0.1	0.0	...	...	...
Emerging and Developing Asia	6.4	6.5	6.5	6.6	0.0	0.1	6.8	6.5	6.5
China	6.7	6.8	6.6	6.4	0.1	0.1	6.7	6.5	6.4
India 4/	7.1	6.7	7.4	7.8	0.0	0.0	7.9	7.4	7.8
ASEAN-5 5/	4.9	5.3	5.3	5.3	0.1	0.0	5.4	5.4	5.3
Emerging and Developing Europe	3.2	5.2	4.0	3.8	0.5	0.5	4.0	4.8	3.7
Latin America and the Caribbean	-0.7	1.3	1.9	2.6	0.0	0.2	2.2	2.3	2.6
Brazil	-3.5	1.1	1.9	2.1	0.4	0.1	2.5	2.2	2.0
Mexico	2.9	2.0	2.3	3.0	0.4	0.7	1.4	2.9	2.8
Middle East, North Africa, Afghanistan, and Pakistan	4.9	2.5	3.6	3.5	0.1	0.0	...	...	...
Saudi Arabia	1.7	-0.7	1.6	2.2	0.5	0.6	-1.4	2.5	2.2
Sub-Saharan Africa	1.4	2.7	3.3	3.5	-0.1	0.1	...	...	...
Nigeria	-1.6	0.8	2.1	1.9	0.2	0.2	...	...	...
South Africa	0.3	0.9	0.9	0.9	-0.2	-0.7	1.2	0.5	1.1
<i>Memorandum</i>									
Low-Income Developing Countries	3.6	4.7	5.2	5.3	0.0	0.1	...	...	...
World Growth Based on Market Exchange Rates	2.5	3.2	3.3	3.2	0.2	0.2	3.3	3.3	3.0

Bron: IMF World Economic Outlook January 2018.

Maar het IMF rapport is niet zonder aandacht voor risico's en zorgen voor de toekomst:

- Structurele hervormingen, zo waarschuwt het IMF, moeten onverminderd doorgaan ongeacht de meevallende economische groei ("repareer het dak als de zon schijnt"). OECD secretaris generaal Gurria in Davos waarschuwde tegen een dreigende "hervormings-vermoeidheid".
- Normalisering van rente kan leiden tot correcties in waarderingen van bepaalde hoog of over-prijste Beleggingscategorieën, naast de onvermijdelijke verliezen op obligatieposities (ook in het kortlopende segment).
- Credit spreads hebben waarschijnlijk ook hun laatste krimp gezien.
- De politieke situatie in de wereld is zeker niet gemakkelijker geworden met grote risico's voor de economische vooruitzichten en financiële markten op korte termijn.
- In alle gevallen is het van belang dat de vruchten van voortgezette groei niet te eenzijdig worden verdeeld en tot gevoel van uitsluiting bij groepen in de samenleving leidt en daarmee een voedingsbodem kan vormen voor populistische politieke bewegingen.

Hieronder wordt verder ingegaan op deze korte en langere termijn risico's.

2. In de vorige beschouwing (december 2017) is een lijst van politieke risico's gepresenteerd.

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.

Het lijkt erop dat bijna alle punten nog steeds relevant zijn.

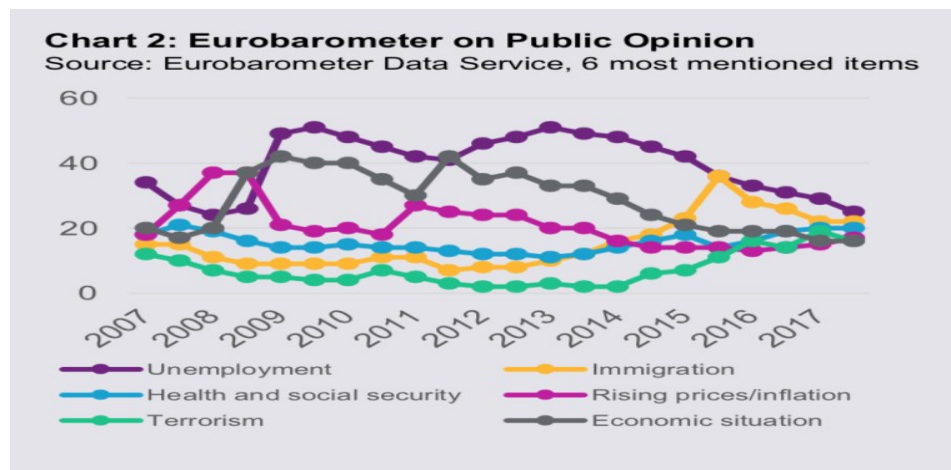
Het recente besluit van President Trump om de Chinese import van componenten voor zonnepanelen en wasmachines een strafheffing op te leggen kan de eerste slag in een handelsoorlog met China betekenen.

Maar tevens moet worden vastgesteld dat nieuwe *intra-Europese* spanningen niet genegeerd kunnen worden.

Alhoewel de Europese Unie als organisatie of de Euro als gemeenschappelijke munt, minder doelwit van de populistische bewegingen zijn dan voorheen, globalisering en liberale economische politiek (met daarbij immigratie als “rode vlag”) zijn nog steeds de centrale thema's voor veel nationalistische partijen.

De onderstaande “Eurobarometer” laat zien dat een deel van de grote economische zorgen zijn verminderd, maar terrorisme en immigratie scoren nog steeds hoger dan enkele jaren geleden.

Dat zijn topics waar de populisten garen van kunnen spinnen. De groepen die de vruchten van het herstel na de crisis niet hebben kunnen proeven, kunnen hiermee gemakkelijk op sleeptouw worden genomen.



Bron: Willis Towers Watson Update on European Politics January 2018

Met name in Europa zien we een groter risico van politieke instabiliteit door de verzwakte leiderschapspositie van de Duitse Bondskanselier Merkel, de komende verkiezingen in Italië met een mogelijk sterke positie van M5S (vijf sterren beweging) en de regionale nationalistische bewegingen in Spanje. Ieder voor zich kan dit tot verzwakking van de Eurozone leiden, laat staan wat het effect is van samenloop!

Die moeten dus ook op het korte termijn politieke “griezel lijstje” komen!

De meest fundamentele langere termijn uitdaging die het IMF aanstipt ligt ongetwijfeld in de vrees dat ongebreidelde structurele hervormingen, een terugtrekkende overheid en overmatige liberalisering van markten potentiële gevaren met zich brengt: (1) mogelijk grotere **ongelijkheid** in de wereld én tussen groepen in lokale gemeenschappen en (2) de verslappende aandacht voor **duurzaamheid** als leidend motief voor een goede toekomst.

3. Meer aandacht voor die groeiende **ongelijkheid** en de effecten daarvan is nodig. Dit is niet ingegeven door een politieke opvatting of een sterk sociaal gevoel. De politieke werkelijkheid en de basis voor economische ontwikkeling, kunnen onder spanning komen als bepaalde groepen niet of nauwelijks de vruchten van vooruitgang mee kunnen plukken. De geschiedenis leert dat ongelijkheid in de verdeling van welvaartsgroei de voedingsbodem is van disruptieve politieke bewegingen (meest recent: Brexit, Trump).

Het recent gepubliceerde World Inequality Report 2018 laat een schrijnend beeld zien van de ontwikkelingen tussen arm en rijk tussen landen en binnen landen. In vele gevallen is de ongelijkheid tussen en binnen landen fors toegenomen in de laatste 30 jaar.

Het aandeel van het Nationaal Inkomen in een land dat in handen komt van een beperkte kleine groep wordt daarbij als graadmeter van ongelijkheid gebruikt.

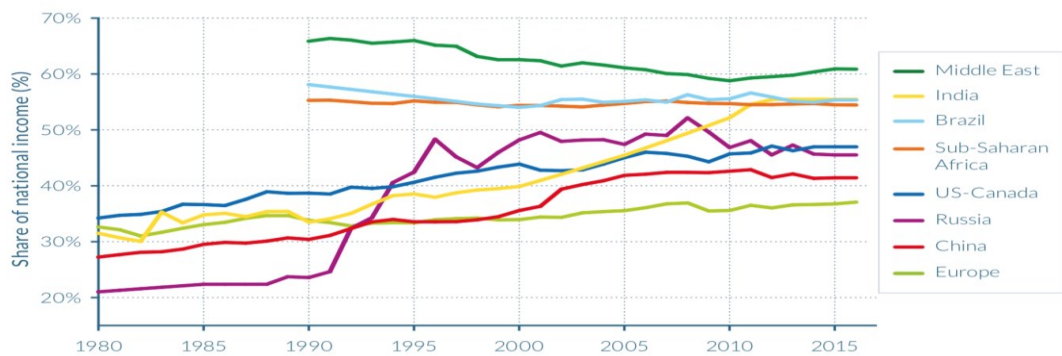
De studie toont aan dat het aandeel van de rijkste 10% in een land uitgedrukt in percentage van het Nationaal Inkomen enorm verschilt van land tot land.

Zo “verdienen” bijvoorbeeld de top 10% in landen in het Midden Oosten zoals Saoedi-Arabië en de Emiraten, meer dan 60% van het hele Nationale Inkomen van hun land. Sterker nog: de top 1% claimt 27% van het Nationaal Inkomen terwijl de onderste 50% slechts 9% te verdelen heeft!

De onderstaande grafiek uit het World Inequality Report 2018 toont aan dat inkomensongelijkheid een persistent en groeiend fenomeen is in veel landen met hele grote verschillen. Niet verrassend laat illustreert het dat de transitie in de landen van het voormalige Sovjet blok tot grotere ongelijkheid heeft geleid (zie de ontwikkeling in Rusland).

Europa is de meest gematigde regio wat inkomensongelijkheid betreft.

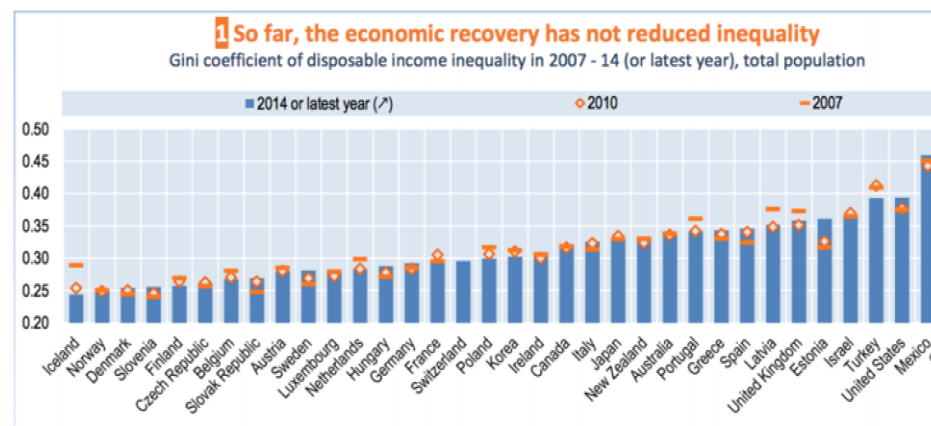
Top 10% income shares across the world, 1980–2016: Is world inequality moving towards the high-inequality frontier?



Source: WID.world (2017). See wir2018.wid.world for data series and notes.
In 2016, 55% of national income was received by the Top 10% earners in India, against 31% in 1980.

Bron: World Inequality Report 2018

De ontwikkeling van de inkomensongelijkheid (rekenmaatstaf is de zgn. Gini coëfficiënt die het verschil tussen rijk-arm berekent) laat zien dat de ongelijkheid zelfs in vele landen is toegenomen sinds de financiële crisis (zie onderstaande grafiek)



Bron: OECD Income Inequality Update November 2016

Nu is inkomensongelijkheid maar één aspect van ongelijkheid. Er is natuurlijk ook de verdeling van vermogen. Hetzelfde World Inequality Report toont aan dat vermogens even ongelijk zijn verdeeld als inkomens met vergelijkbaar grote verschillen tussen en binnen landen.

Maar nóg belangrijker is om een bredere benadering te kiezen en niet alleen naar financiële factoren te kijken.

Indien naast verdeling van inkomen en vermogen ook gekeken wordt naar wie toegang heeft tot goed onderwijs en dus tot de arbeidsmarkt, of top medische zorg, of culturele voorzieningen zoals theater en musea, enz. dan is het onvermijdelijk te constateren dat toegang tot die “openbare” voorzieningen de ongelijkheid verder vergroot.

Immers mensen die aan de onderkant van de inkomens- en vermogensladder staan, hebben veelal minder toegang tot goed onderwijs en excellente

gezondheidszorg. Dat heeft op zijn beurt ook weer gevolgen voor hun positie op de arbeidsmarkt en dus voor hun capaciteit om een goed inkomen te verwerven. Studies tonen ook aan dat toegang tot rechtspraak voor de “achterblijvers” forse blokkades kent, evenals de toegang tot het cultuur aanbod. Hetzelfde geldt voor het aanbod van financiële instellingen en daarmee toegang tot kredieten/hypotheeken of levensverzekeringen/pensioenen.

“Inequality is rising so fast that it has created multiple economies: although the elite live in an expanding economy, for the bottom 60 percent there is a depressed economy that is not growing well.” (Ray Dalio van Bridgewater in Financial Times, 13 januari 2018).

Het kan daarom geen verrassing zijn dat de groepen mensen die achtergesteld zijn op de vele genoemde terreinen, ontvankelijk zijn voor populistische en anti-elite acties.

De recente opkomst van populistische politieke partijen in de VS en veel Europese landen (PVV in Nederland, in Frankrijk Front National, M5S in Italië, in Oostenrijk: FPÖ, de Duitse AfD, Fidesz in Hongarije, de Poolse PiS, enz) beheerst de dagelijkse media.

Veel van deze partijen beloven dat zij eenmaal aan de macht gekomen, de bestaande orde zullen aanpakken (“Drain the swamp” in Trump’s jargon).

Daarin zitten grote risico’s voor sociaaleconomische ontwrichting en nieuwe onrust op financiële markten.

Daarom moet het beleid van regeringen met name in Europa, zijn gericht op groei met structurele hervormingen die tot een evenwichtige verdeling van de vruchten van de groei leiden.

*De groepen die zich nu buiten gesloten voelen **moeten** worden binnen gebracht.*

Een voorspoedige toekomst kan niet worden gebouwd met een kleine groep winnaars ten koste van veel verliezers.

Dit vergt, tegen de politieke trend van vandaag in, een helder politiek leiderschap en een activistische overheidsagenda.

Gelukkig heeft in Emmanuel Macron Frankrijk een president die een voortrekkersrol op dit gebied claimt. We mogen hopen dat hij slaagt, met steun van andere Europese regeringsleiders.

4. Het onderwerp **duurzaamheid** is ook een populistisch doelwit. President Trump heeft de VS teruggetrokken uit het Klimaatverdrag van Parijs. En helaas ook de andere elementen van het duurzaamheidsstreven buiten het leefmilieu onder de *Environment, Social and Governance (ESG)* criteria krijgen bij populistische bewegingen minder aandacht.

De *Environment* criteria betreffen het commitment van het Verdrag van Parijs om een beter leefmilieu voor volgende generaties te bewerkstelligen. Bij *Social* criteria gaat het om sociaal betrokken beleid zoals goede arbeidsverhoudingen, geen kinderarbeid, eerlijke relaties met leveranciers en afnemers, en met de gemeenschappen waar men werkt. De *Governance* criteria vragen aandacht voor goed ondernemings-leiderschap, voor redelijke beloningsverhoudingen (geen overmatige top salarissen), goed toezicht en controle op ondernemingsbestuur en aandacht voor aandeelhoudersrechten.

Het internationale duurzaamheids-streven is gebaseerd op de zgn. Brundtland definitie van duurzaamheid.

Gro Harlem Brundtland (oud minister-president van Noorwegen) heeft voor de Verenigde Naties veel werk gedaan op de definiëring van duurzaamheid en duurzame beleidsdoelen. In een krachtige korte samenvatting definieert Brundtland de duurzame samenleving:

Een duurzame samenleving is er een die

- *Die in de noden van de huidige generatie kan voorzien;*
- *Die de toekomstige generaties niet belemmert om hun eigen behoeften te vervullen;*
- *Waarbinnen ieder mens in de gelegenheid is om zichzelf in vrijheid te ontwikkelen binnen een evenwichtige gemeenschap en in harmonie met zijn leefomgeving*

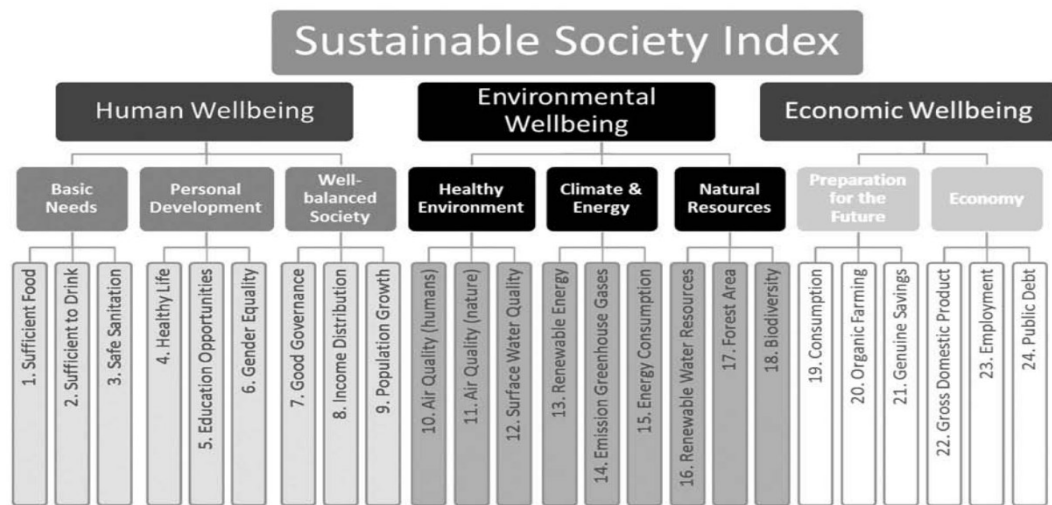
Deze 17 doelen zijn de basis geweest voor de Sustainable Development Goals die door alle VN landen zijn omarmt met als einddoel 2030.



In de achterliggende jaren zijn door grote institutionele beleggers veel activiteiten ontwikkeld om het duurzaamheids beleid in hun beleggingsbeleid te integreren. EUMEDION is een organisatie van institutionele beleggers (vertegenwoordigt meer dan € 5.000 miljard aan belegd vermogen!) die ernaar streeft om ESG een integraal onderdeel van beleggen te maken.

Nederland is een van de voortrekkers in dit veld met het grootste Nederlandse pensioenfonds ABP (€ 400 miljard aan belegd pensioen vermogen) als dappere pionier.

Er is onder meer een Sustainable Society Index voor 154 landen ontwikkeld die de verschillende onderdelen van duurzaamheid probeert te definiëren. Daarmee kan men vooruitgang meten. Die index ziet er als volgt uit:



Figuur 2.1 – Raamwerk Sustainable Society Index, SSI

Als beleggers van € 5.000 miljard met hun voeten gaan stemmen (bijv. ABP terugtrekken uit tabaksindustrie en fossiele brandstoffen), dan heeft dit op termijn gevolgen voor de koersvorming van die aandelen. Dit zal ongetwijfeld tot herbezinning bij betrokken ondernemingen leiden.

Voor sommige populistische bewegingen zijn deze onderwerpen topics van de zgn. globale “elite” en niet in het belang van de “achterblijvers”.

Terecht vreest het IMF dat het ondermijnen van de VN duurzaamheidsdoelen uiteindelijk tot vergrote internationale spanningen zal leiden en een vreedzame, voorspoedige ontwikkeling van rijke en arme landen in de weg zal staan.

Inclusief en duurzaam beleid

5. In conclusie komt natuurlijk de vraag op: “En zo wat?”

Hebben dit soort internationale macro beschouwingen dan invloed op belegging strategieën?

Het antwoord op die vraag is zonder meer: JA ZEKER!

- Normalisering van rentes gaat niet altijd helemaal conform de verwachtingen met geleidelijke verhogingen uitgesmeerd over de rente curve van kort naar lang. In de afgelopen weken is gezien dat de rente “normalisering” zich met name vertaalde in oplopende korte rentes (m.n. in de periode tot 2 jaar). Voor beleggers die vanuit risico overweging hun vast rentende posities kort hielden teneinde mark to market verliezen in de langer lopende obligaties te voorkomen, was dit een onaangename verrassing.
- De “griezellijs” van potentiële politieke ongelukken is groter geworden. Actieve managers moeten hedgings-strategieën klaar hebben om die bij dreigende ongevallen onmiddellijk te kunnen activeren.

- De economische realiteit van vandaag moet zijn vertaling vinden in asset allocaties. China is de grootste (en snelst groeiende) economie van de wereld, moet vertaald worden in de allocaties in gediversifieerde portefeuilles. De gestage liberalisering van Chinese markten neemt resterende excuses voor limitering van een prominenter China exposure weg.
- Aandacht voor langere termijn trends is belangrijk voor beleggers, inclusief duurzaamheid als thema voor beleggers.
Leveren duurzame beleggingen ook duurzaam rendement op? Het antwoord daarop moet positief zijn.
En het a-contrario-argument is *zeker* waar: Niemand heeft kunnen aantonen dat bedrijven die het leefmilieu vervuilen, slechte arbeidsverhoudingen hebben, kinderarbeid tolereren, slecht bestuurd worden met excessieve topsalarissen, op termijn een beter beleggingsrendement genereren!!

Januari 2018.