

MACRO-ECONOMISCHE CONTEXT: gevolg en oorzaak niet verwarren

"Verwar gevolg en oorzaak niet", is een titel op zijn kop: men zou a priori verwachten: "verwar oorzaak en gevolg niet". We zetten de uitdrukking opzettelijk achterstevoren om te benadrukken dat vele waarnemers het gevolg van een goed draaiende economie als mogelijke oorzaak van een conjunctuurvertraging zien. En dit op drie vlakken: China, schaarste en monetaire verstrakking. Hieronder gaan we dieper op deze drie "angsten" in.

China

Dat de aandelenmarkt zich zorgen maakt over China blijkt uit de merkelijke underperformance van de Emerging Markets. Hetgeen het meest verontrust zijn de overheidsmaatregelen tegen bepaalde bedrijven en dit ook buiten de technologiesector. Gebrek aan respect voor de privacy, gebrek aan concurrentie, ongewenste activiteiten (videogames beschreven als "mentale opium"), verloedering van het milieu, groeiende ongelijkheid, buitensporige schulden, de redenen voor politieke tussenkomst zijn legio.

China is ondertussen echter de op één na grootste economie ter wereld. Indien deze economische motor zou vastlopen, dan zou dit wereldwijd ernstige gevolgen hebben op zowel economisch vlak als voor de financiële markten.

Deze ontwikkelingen moeten met aandacht worden gevolgd, maar het lijkt ons op vandaag voorbarig om hierin een indicator te zien dat de Chinese overheid op economisch vlak fors op de rem zal gaan staan. Ten eerste omdat, zelfs als reuzen als Alibaba of DiDi direct betrokken zijn, de gevolgen beperkt blijven tot een klein deel van de Chinese economie. Daarnaast dient dit interventionisme niet noodzakelijk als negatief gezien te worden. De economie heeft baat bij goede overheidsregulering. Uiteraard kunnen de genomen maatregelen gedeeltelijk worden verklaard door de wens duidelijk te maken dat de Communistische Partij ... en haar leider Xi Jinping de plak zwaait, maar in zekere zin komt dit ook niet echt als een verrassing. Ten slotte zullen de autoriteiten, juist om de interne politieke stabiliteit te bewaren, niet het risico nemen de economie al te sterk te vertragen. En indien nodig beschikken ze over de nodige middelen om de groei opnieuw aan te zwengelen. Het is omdat het goed gaat met de economie dat China dergelijke maatregelen nam en niet dat het hierdoor economisch slecht zal gaan.

Schaarste

Of het nu gaat om de bouw, de automobielenijverheid of andere industrieën, het schaarsteprobleem en de levertijden waarmee bedrijven kampen is alomtegenwoordig.

Het spreekt vanzelf dat de economie niets te winnen heeft bij flessenhalzen, maar ook hier dient men in te zien dat ze het gevolg zijn van een sterk herstellende economie en niet zozeer de oorzaak zijn van een terugval. Ten eerste duiken deze problemen maar op in bepaalde sectoren. Daarnaast dient men

rekening te houden met het zelfcorrigerende effect van de resulterende prijsstijging. Hogere prijzen zetten aan om meer van het product te produceren en zetten evenzeer aan om er spaarzamer mee om te gaan of het te vervangen door andere producten in het productieproces. De consument zal ook zijn gedrag aanpassen en het product vervangen door een substituuut. De gefrustreerde liefhebber die niet meteen de nieuwe fiets van zijn dromen kan kopen, zal misschien wachten ... maar zal ondertussen misschien ook meer van iets anders consumeren.

Monetair beleid

De derde actuele angst, na China en de schaarste, is een abrupte verstrakking van het monetair beleid, ingegeven door een toename van de inflatie die als buitensporig wordt aanzien. Ook hier lijkt de logica omgekeerd. Indien een monetaire verstrakking nodig zou zijn, dan is dat omdat de economie door centrale bankiers als ronduit dynamisch wordt aanzien. Men moet zich daarom geen zorgen maken over een scenario van een economische krimp als gevolg van stijgende rentevoeten.

We weten dat de rentetarieven abnormaal laag zijn ... maar de verwondering hierover moet gepaard gaan met de verbazing dat dit niet de nevenschade veroorzaakte waarvoor men had kunnen vrezen. Er is geen "revolte" van voorzichtige spaarders tegen koopkrachtverlies door rentevoeten die aanzienlijk lager zijn dan de inflatie en er is geen speculatieve toename van het aantal hypothecaire kredieten.

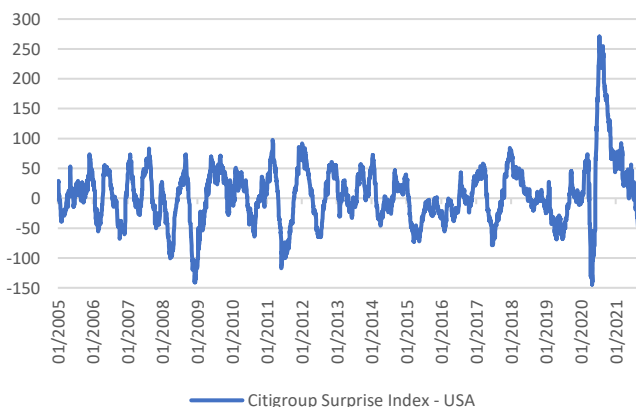
We kunnen niet uitsluiten dat het 'ordo-liberale' discours in zekere mate terug in de gratie komt bij de Europese Centrale Bank, maar het pragmatisme is sterker. 'Sterven voor ideeën, oké, mits een langzame dood', zei de dichter. Onze economieën hebben baat bij een beetje meer inflatie en voor de Westerse landen is het noodzakelijk dat de reële effectieve rente op hun staatsschuld zeer laag blijft. Zelfs indien dat betekent dat de monetaire financiering van deze schuld verder toeneemt of dat een compartimentering van de obligatiemarkt, waarbij staatsobligaties voorkeurstarieven krijgen, wordt overwogen.

Samengevat lijkt het erop dat China, schaarste en monetaire verstrakking, die tegenwoordig vaak worden voorgesteld als de grote risico's op een economische neergang, niet al te verontrustend zijn. De economie kent stabiliserende effecten, wat goed is. Des te beter dat bepaalde prijzen stijgen en dat er bepaalde tekorten ontstaan als alles goed gaat. Ze zorgen voor signalen die bijdragen aan een betere allocatie van de beschikbare middelen. En des te beter dat de overheid in goede tijden beperkende maatregelen neemt. Dat betekent natuurlijk niet dat economische ongelukken tot het verleden behoren. Nee, er zullen nog steeds recessies zijn, maar bronnen van gevaar moeten in het juiste perspectief gezien worden.

ALLOCATIE & STRATEGIE

De Amerikaanse economie draait op volle toeren...

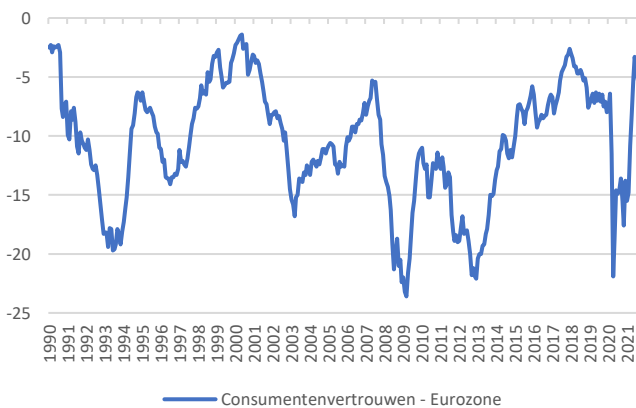
De tijdens de zomermaanden gepubliceerde economische cijfers waren de sterkste in jaren. In de VS gaf de consument gretig de in het begin van het tweede trimester ontvangen stimuluscheques uit en normaliseerde het spaargedrag opnieuw. Hierdoor namen de persoonlijke bestedingen geannualiseerd met net geen 12% toe, en dit na een eerste trimester met een gelijkaardige groei. Met uitzondering van nieuwe investeringen in gebouwen waren de **bedrijfsinvesteringen ook sterk**. Dat deze sterke cijfers desondanks, zoals op te maken valt uit de Citigroup Surprise index, onder de verwachtingen van de economen bleven verontrust ons niet omdat het wellicht te verklaren valt door economen die – na maanden aan een stuk te voorzichtig te zijn geweest – iets te veel optimisme tentoonspreiden.



Bron: Bloomberg

... en ook Europa laat zich niet onbetuigd

Daarnaast speelt ook het componententekort waardoor niet aan alle vraag kan worden voldaan een rol. Een goed voorbeeld hiervan is de afname van de Duitse industriële productie door voorraadproblemen en het gebrek aan componenten die onder andere de autobouwfabrieken stokken in de wielen steekt. Dat weerhoudt de **Europese producenten** er echter niet van om **positief gestemd** te blijven. **Ook de Europese consumenten blijven zeer optimistisch en geven** – ondanks het opnieuw oplopen van de pandemie door de delta-variant – **vlot geld uit** aan goederen en diensten.



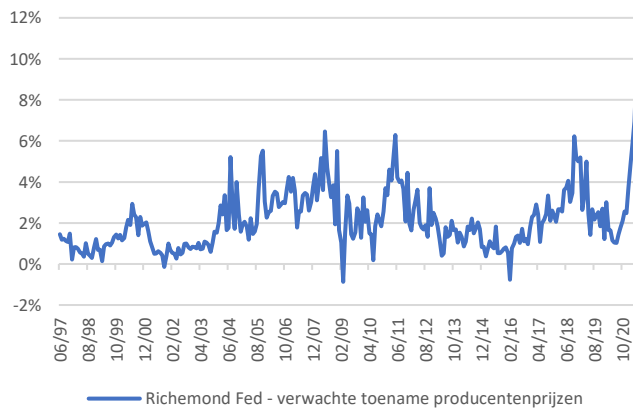
Bron: Bloomberg

Stijgende huizenprijzen geen voorbode van een nieuwe crisis...

De afgelopen maanden viel de **sterke stijging van de vastgoedprijzen in zowel Europa als de VS** op. De prijzen in de 20 grootste metropolen in de VS stegen met zowat 20% op jaarbasis, sneller dan hetgeen we zowat 15 jaar geleden net voor de subprimecrisis zagen. We zijn echter **niet van mening dat we opnieuw aan de vooravond van een immobiëncrisis staan**. We zien immers 2 **fundamentele verschillen**: ten eerste, de **afwezigheid van veralgemeende speculatie** waarbij hypothecaire kredieten van niet-kredietwaardige debiteuren zich onder de vorm van CDO's doorheen het internationale bankenlandschap verspreiden en **daarnaast** het feit dat de zogenaamde **affordability** – de mate waarin het gemiddelde gezinsinkomen de intrest op een gemiddeld krediet kan dragen – bovengemiddeld blijft hoewel het cijfer de laatste maanden wel in de verkeerde richting evolueerde.

... maar zal wel een invloed hebben op de inflatie

De toename van de huizenprijzen en de huurprijzen zal zich met vertraging vertalen in een verdere toename van de inflatie. **Huisvesting** is met een gewicht van zowat 30% immers **veruit de belangrijkste component van de CPI-index** (15% voor de anders berekende PCE-index). Sinds het uitbreken van de pandemie anderhalf jaar geleden merken we een **sterke stijging** van de **grondstoffenprijzen** en van de **kost van het transport** (het vervoer van een container van China naar Europa of de VS steeg met een factor 5 of 6). **Bedrijven geven aan dat ze deze kosten zullen doorrekenen en dat ze de prijzen in de komende maanden merkbaar zullen optrekken.**

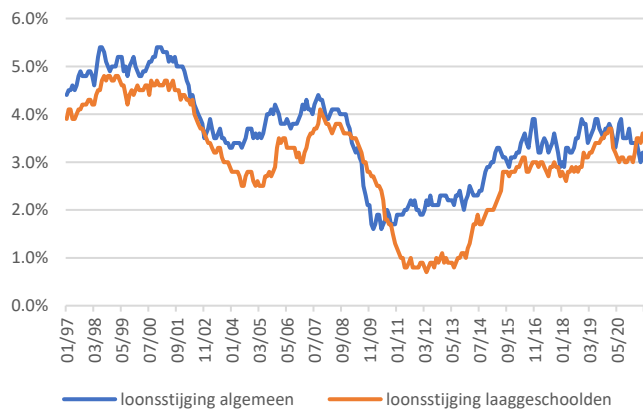


Bron: Richmond Federal Reserve

... maar we verwachten geen inflatiespiraal

De stijging van de “Cleveland Trimmed Mean”-inflatie, waarbij de 15% sterkst stijgende en sterkst dalende inflatiecomponenten niet worden meegerekend in het gepubliceerde cijfer, geeft aan dat de **stijging van het prijspeil aan het veralgemenen is. Wil dit zeggen dat we moeten vrezen voor een inflatiespiraal? Ons inziens niet**. Een aantal **basisfactoren**, zoals de toename van de olieprijs of de prijs van tweedehandswagens die door de productieproblemen bij nieuwe wagens de afgelopen 6 maanden met maar liefst 40% stegen in de VS, **zullen in de komende maanden uitgewerkt zijn. Daarnaast is een inflatoire spiraal pas mogelijk indien de toename van de inflatie zich vertaalt in hogere looneisen. Hiervan is – ondanks de toename van het aantal vacatures –**

nog geen sprake aangezien de tewerkstellingsgraad nog merkelijk beneden het pre-covid niveau blijft.



Bron: Bloomberg

Voorzichtigheid in obligaties aangewezen

Wereldwijd neemt de inflatie toe (in de eurozone bedraagt ze al 3%) en klimt ze merkelijk boven het niveau van het afgelopen decennium. Daarenboven zou ze verder kunnen toenemen in de komende maanden. **Voorzichtigheid in obligaties blijft dan ook aangewezen aangezien hun mager (en in Europa vaak negatief) nominale rendement de inflatie verre van compenseert.** We blijven voorstander van het aanhouden van een significant gedeelte van de portefeuille via **inflatiegelinkte obligaties** waarbij zowel de hoofdsom als de coupons van inflatie worden gevrijwaard. Het is immers best mogelijk dat in de komende jaren de gerealiseerde inflatie merkelijk boven de impliciete inflatie zal uitstijgen.

Positiever over aandelen ondanks mogelijke tijdelijke terugval

Hoewel **analisten**, na de zeer goede winstcijfers die tijdens het eerste kwartaal gepubliceerd werden, hun winstvoorspellingen opwaarts herzagden, bleek bij de publicatie van de winst- en omzetcijfers van het **tweede kwartaal dat ze opnieuw te voorzichtig waren.**

	Omzetgroei		Winstgroei	
	Verwacht	gerealiseerd	Verwacht	gerealiseerd
VS	20.9%	25.5%	76.4%	92.8%
Europa	25.1%	28.4%	232.6%	258.7%

Bron: Bloomberg

De analisten zullen met andere woorden genoodzaakt zijn om opnieuw hun **verwachtingen op te trekken** waardoor – ondanks de mooie stijging van de aandelenmarkten – de waarderingen niet oplopen. Desondanks valt een **tijdelijke terugval niet uit te sluiten. De aandelenmarkten stijgen ondertussen al ruim een jaar zonder noemenswaardige correctie, hetgeen historisch gezien eerder uitzonderlijk is.** Een correctie zou voor ons – op voorwaarde dat voor de rest de omstandigheden niet significant wijzigen – een goede **opportuniteit** vormen **om het aandelengewicht in de portefeuille op te trekken.** In de tussentijd kan er voor gekozen worden om een gedeelte van de portefeuille af te dekken via putopties aangezien de verzekeringskost – hoewel nog niet historisch laag – verre van exorbitant is.

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 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.