

MACRO-ECONOMISCHE CONTEXT: Andere tijden, andere monetaire zeden

Een consument die consumeert, een ondernemer die onderneemt, een monetair en budgettair klimaat dat soepel blijft, zelfs indien de balansen van de centrale banken niet meer groeien en de overheidstekorten kleiner worden, en de winsten van beursgenoteerde bedrijven die blijven toenemen waren de basisingrediënten van zowel ons macro-economisch scenario als onze vooruitzichten voor de financiële markten.

Gezien de turbulente start van 2022 op de financiële markten zou men denken dat we zowel het scenario als de vooruitzichten dringend moeten herzien. Het kan koppig overkomen, maar we zijn van mening dat dit niet nodig is.

Oekraïne

Te oordelen naar de commentaren en de berichten die de markten door elkaar schudden, zijn het vooral het geluid van bottines in Oekraïne en de verstrakking van het monetaire beleid van de VS die verontrusten. Volgens ons, echter, zal dit de economische omgeving en de financiële vooruitzichten niet substantieel veranderen. Onze toegevoegde waarde in het evalueren van de spanningen met Rusland is quasi nihil, maar we zijn van mening dat zelfs het scenario van een Russische militaire invasie, puur financieel gezien, geen sterke daling van de aandelenmarkten verantwoordt. Vanzelfsprekend is er de kwestie van de Europese energievoorziening of van het gebruiken van middelen voor nationale defensie, uitgaven die een econoom vaak als onproductief zal bestempelen, maar dit zou slechts een zeer beperkte impact moeten hebben op de wereldwijde bedrijfswinsten.

Rentevoeten

Een stijging van de reële langetermijn rente, waarbij reëel betekent: "na aftrek van inflatie", is van een andere aard. Als de stijging merkbaar zou zijn, zal dit een zware impact hebben op de waardering van niet alleen obligaties, maar ook van aandelen - en overigens des te meer op de vastgoedprijzen. Enige stijging van deze rentevoeten was onvermijdelijk en is al weerspiegeld in de huidige koersen. Wanneer de inflatie stijgt van 2% naar 6% en de nominale rente met 0,5%, zoals we de afgelopen trimesters zagen, dan daalt de reële rente met 3,5 procentpunt. Niemand verwachtte, zelfs vóór de recente turbulentie op de aandelenmarkten, dat de reële rente zo laag zou blijven, simpelweg omdat niemand verwacht dat de inflatie in 2022 gemiddeld 6% zou blijven. Een zekere stijging zat dus al in de koersen vevat, ook wanneer ze op hun hoogtepunt stonden.

Omdat de recente daling van de aandelenmarkt rationeel zou zijn moet de reële rente sterker stijgen dan verwacht. Dat valt niet uit te sluiten, maar volgens onze analyse zal het niet in die mate zijn dat terughoudendheid tegenover aandelenbeleggingen aangewezen is. Kortom, wij zijn van mening dat de huidige inflatie niet van dezelfde aard is als die van de jaren zeventig en dat Mr. Powell, het huidige hoofd van de Amerikaanse centrale bank, geen nieuwe Paul Volcker zal

blijken, zijn illustere voorganger die monetaire geschiedenis schreef door "kost wat kost" de inflatie te temmen, met een fameuze recessie als kostprijs.

« Kost wat kost »

Vandaag is "whatever it takes" van kant veranderd! Het is nu de stabilisatie van de economische activiteit, ten koste van zowel budgettaire als monetaire orthodoxie. In ons collectief geheugen associëren we inflatie met recessie. Het kenmerkte de jaren zeventig die begon met de vertraagde effecten van het expansieve Amerikaanse beleid en eindigde met de Iraanse crisis en de "tweede olieschok" en deze associatie smelt samen in het neologisme "stagflatie". Op vandaag zijn de omstandigheden anders en is inflatie niet langer het absolute economische kwaad maar krijgt het deugden toegeschreven. Omdat ze de reële rente verlaagt stimuleert ze de economische activiteit, bevordert ze investeringen, financiert ze de milieutransitie en verlicht ze de last van openbare en private schuld. Toegegeven, er zijn ook nadelen. Inflatie vermindert met name de koopkracht van een deel van de bevolking en bemoeilijkt de toegang tot vastgoed. Omdat deze "collateral damage" een politieke impact heeft en omdat niet reageren haar geloofwaardigheid zou kunnen schaden, moet de Amerikaanse Federal Reserve wel haar discours aanpassen, maar hierin een radicale verandering in de financiële omstandigheden zien, gaat veel te ver. In de huidige omstandigheden is het verstrakken van de monetaire politiek om de inflatie af te remmen weinig efficiënt en is de benodigde economische kost disproportioneel.

Over een forse monetaire verstrakking zouden we het volgende willen zeggen: laat ons niet bang zijn voor hetgeen we ons niet kunnen veroorloven!

Etienne de Callatay – etienne.decallatay@orcadia.eu

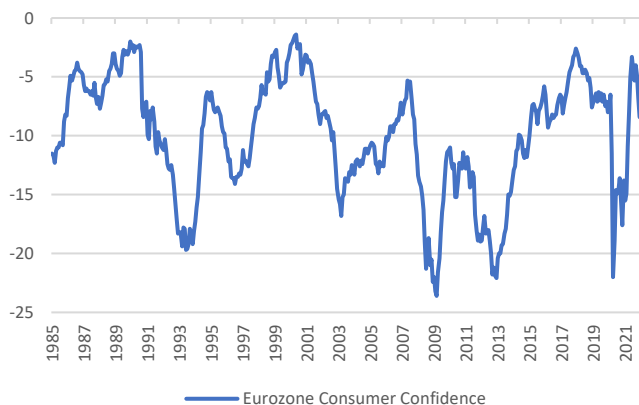
ALLOCATIE & STRATEGIE

Stevige economische groei...

Op economisch vlak sloot 2021 in schoonheid af. Het **Amerikaanse BNP steeg** in het vierde trimester **geannualiseerd** met maar liefst **6.9%**, **merkelijk beter dan** de 5.5% waaraan economen zich hadden **verwacht**. Abstractie makend van de uitzonderlijke stijging na de lockdowns, dienen we tot midden de jaren 80 terug te keren alvorens een dergelijke groei te zien. In de eurozone zijn de cijfers nog niet gepubliceerd maar ook hier zal 2021 een goed jaar zijn en dit ondanks dat Omicron in het laatste trimester waarschijnlijk op de groei woog.

... en de voorlopende indicatoren zijn hoopgevend

Op basis van de voorlopende indicatoren in zowel Europa als de VS zal **2022 wellicht** – op zijn minst **op economisch vlak** – **opnieuw een grand cru jaar** worden. Jobs zijn zowel bij ons als aan de andere kant van de Atlantische Oceaan makkelijk te vinden en de consument heeft het spaarpotje dat tijdens de lockdown werd opgebouwd amper aangesproken. Het is dan ook weinig verwonderlijk dat het consumentenvertrouwen hoge toppen blijft scheren.



Bron: Bloomberg

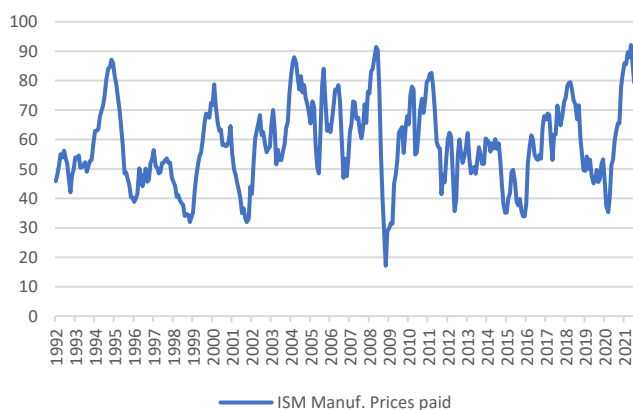
Ook producenten blijven gunstig gestemd en investeren in bijkomende productiecapaciteit, hetgeen na de financiële crisis niet het geval was. Dit zal de economie productiever maken en de economische groei bestendigen. Voor de komende kwartalen komt daar het heropbouwen van de voorraden bovenop, waardoor de productiecapaciteit op volle toeren zal blijven draaien.

... maar zorgt ervoor dat de inflatie onder stoom staat

De sterke vraag van zowel consumenten als producenten zorgt ervoor dat de productie overbevroegd is. Het spreekt vanzelf dat het uitvallen van werknemers door quarantaines hier geen goed aan doet en dat bottlenecks in de vaak lange supply chains evenmin helpen. Deze discrepantie zorgt voor stijgende prijzen en een inflatie die oploopt naar niveaus die we in jaren niet meer zagen. Hoewel het niet uit te sluiten valt dat in de komende maanden de inflatie hoog blijft, kan men redelijkerwijs veronderstellen dat de **prijstdruk zou moeten afnemen naarmate het jaar vordert**. De **reden hiervoor** is wat we **“basiseffecten”** noemen. Een voorbeeld maakt dit duidelijker. Stel dat de prijs van een liter benzine gedurende 2 jaar telkens met 50 cent stijgt. Van €1 in jaar 1 naar €1.5 in jaar 2 en €2 in jaar 3. Dan bedraagt de prijsstijging in jaar 2 50% en

in jaar 3 33%. En hoewel in beide gevallen de kostprijs met 50 cent steeg, daalt de inflatie.

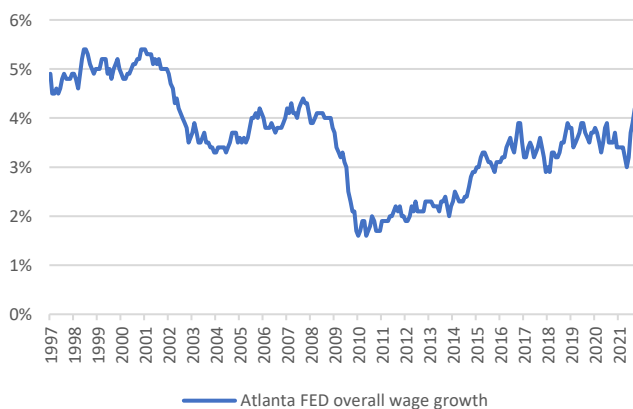
Op dit moment stijgen de producentenprijzen nog steeds. Toch zien we dat de voorlopende “ISM prices paid” indicator (berekend door de som te nemen van het percentage respondenten die zeggen dat ze meer betaalden met de helft van het percentage dat zegt gelijkblijvende prijzen te betalen) duidelijk minder hoog noteert, hetgeen suggereert dat de **prijstdruk bij de bedrijven afneemt**.



Bron: Bloomberg

... maar we zien geen loon-prijzenspiraal

De hamvraag blijft natuurlijk: zullen de inflatieverwachtingen ook merkkelijk toenemen door de stijgende inflatie? Voorlopig is dit niet het geval. En hoewel we een **toename** zien van de lonen met **zowat 4.5% op jaarbasis**, is dit niet merkkelijk hoger dan hetgeen we de afgelopen jaren zagen en blijft het ook duidelijk **onder de toename van het prijzenpeil**.

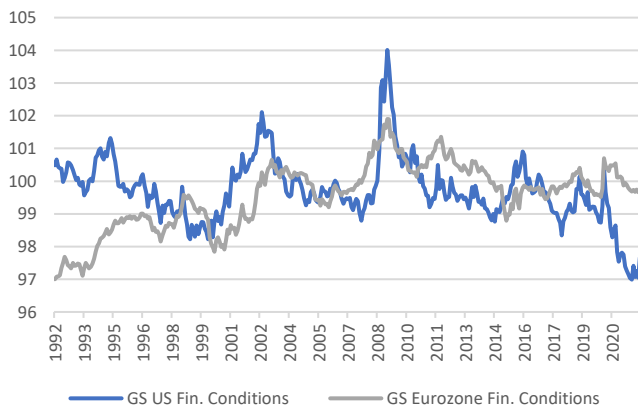


Bron: Bloomberg

Een detailanalyse van de cijfers leert dat de bestbetaalde jobs er 3% op vooruit gaan terwijl de minst betaalde zowat 5.5% loon krijgen en dat 55-plussers hun loon slechts zien toenemen met afgerond 2% terwijl jongeren (< 24 jaar) loonstijgingen krijgen van meer dan 10% op jaarbasis. Het is natuurlijk niet onlogisch dat de lonen van jongeren sneller stijgen, maar het verschil tussen beiden was in meer dan 20 jaar niet zo hoog. Deze cijfers komen niet alleen de sociale cohesie ten goede, maar ook de economische groei. Jongeren en lage inkomens spenderen immers een groter deel van hun inkomen terwijl ouderen en grootverdieners meer sparen.

Hogere Amerikaanse rentevoeten...

De toename van de inflatie noodzaakt de Amerikaanse centrale bank – al was het maar om hun geloofwaardigheid niet op het spel te zetten – de rente te verhogen en in een later stadium eventueel hun opgeblazen balans ietwat in te krimpen. Het is echter van belang deze renteverhogingen in perspectief te zien. Op basis van de zogenaamde dot-plot kunnen we afleiden dat de **verwachte kortetermijnrente op middellange termijn $\pm 2.5\%$** is, met andere woorden **amper hoger dan de inflatiedoelstellingen**. Daarnaast mag men niet uit het oog verliezen dat de **financiële voorwaarden aantrekkelijk blijven**.



Bron: Bloomberg

... maar de ECB zal niet volgen

Deze grafiek geeft ook aan dat er minder noodzaak is aan een monetaire verstrakking in de eurozone aangezien de globale voorwaarden bij ons al minder soepel zijn. Daarnaast dient de ECB in haar rentebeleid de lage schuldgraad van het Noorden te verzoenen met de hoge schuldgraad van het Zuiden. Zich te weinig soepel opstellen zou al snel de periferie in de problemen kunnen brengen en zo de eurozone onder druk zetten. Een risico dat de ECB wellicht niet bereid is te nemen.

Obligaties ondergaan de inflatie...

We verwachten ons dit jaar aan een **beperkte toename van de rentevoeten, hetgeen beleggingen in obligaties eerder onaantrekkelijk maakt**. We blijven dan ook pleiten voor een **duidelijke onderweging zowel qua gewicht als qua gemiddelde looptijd**. **Inflatiegelinkte obligaties kunnen ons nog altijd bekoren** aangezien ze een goede bescherming bieden indien de inflatie toch langer dan verwacht hoog zou blijven of zelfs zou stijgen. We kiezen hier voor de eurozone en niet langer voor de VS aangezien de huidige impliciete inflatie in de eurozone lager is, de FED zich agressiever zal opstellen dan de ECB en tenslotte omdat in het verleden de FED significante hoeveelheden TIPS (inflatiegelinkte treasuries) kocht en het afbouwen van deze posities voor prijsdruk zou kunnen zorgen. We pleiten ook voor voorzichtigheid naar obligaties uit de emerging markets. Aangezien hun centrale banken vaak minder credibiliteit hebben dan de westerse zullen ze genoodzaakt zijn agressiever op te treden indien de inflatoire druk zou aanhouden, hetgeen de obligatiekoersen vanzelfsprekend geen goed zal doen. We blijven ook kiezen voor **staatsobligaties boven bedrijfs- of high yield obligaties**. **De iets hogere vergoeding compenseert het risico onvoldoende** en we prefereren risico te nemen waar het wel beter vergoed wordt, met name in aandelen.

... terwijl aandelen kunnen helpen de inflatie te verslaan

Aandelen blijven voor ons op middellange termijn de aangewezen activaklasse om zich te wapenen tegen inflatie. **Een breed gespreide portefeuille slaagt er immers in deze zo goed als volledig te compenseren**. Het is dan ook vanuit een langetermijnperspectief aangewezen om, met respect voor zijn risicoprofiel, eerder overwogen te zijn in aandelen dan onderwogen. Hoewel de huidige onzekerheid, op geopolitiek en vooral op rentevlak, voor turbulentie kan zorgen, zien we **marktdalingen eerder als een opportuniteit** om het aandelen gewicht in lijn te brengen met het gewenste langermijngewicht.

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.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.