

MACRO-ECONOMISCHE CONTEXT: Een geluk bij een ongeluk

De Russische invasie in Oekraïne is vanzelfsprekend een ingrijpende gebeurtenis met ernstige economische gevolgen. Stijgende energieprijzen, mogelijke voedseltekorten en het potentieel stilvallen van leveringen van moeilijk vervangbare producten, voeg daarbij nog een angstgevoel die het gedrag van consumenten en producenten beïnvloedt. Het is duidelijk dat ondanks het beperkte gewicht van Rusland in de wereldeconomie de impact zwaar is.

Het is echter niet de belangrijkste verklaring voor de daling van de financiële markten dit jaar. Die dienen we wellicht te zoeken in de forse stijging van de rentevoeten als gevolg van de inflatie die sterk stijgt na jarenlang afwezig te zijn geweest. Dit proces startte al in 2021, ruim voor de invasie van Oekraïne. Het rentescenario zal met andere woorden een beslissende invloed hebben op het beheer van portefeuilles. Vooral de evolutie in de VS is hierbij van belang, aangezien zij de toon blijven zetten in de financiële wereld.

Vandaag zit de Federal Reserve, de Amerikaanse centrale bank, in de beklaagdenbank. Veel waarnemers bekritisieren haar omdat ze vinden dat ze te zwak reageerde op de tekenen van een aantrekkende inflatie nadat ze massaal liquiditeiten in de economie pompte. Dit uit dogmatisme, door het causaal verband tussen geldhoeveelheid en inflatie te verwerpen, of om de economische activiteit verder te stimuleren. Laten we niet vergeten dat bepaalde economen zoals Joseph Stiglitz en Lael Brainard vorig jaar de economische oververhitting rechtvaardigden als zijnde een noodzakelijke voorwaarde om de integratie van maatschappelijk kwetsbare groepen op de arbeidsmarkt mogelijk te maken.

Het valt niet te ontkennen dat de Federal Reserve in zowel haar commentaren als in haar beslissingen het geweer van schouder heeft veranderd en van de strijd tegen inflatie haar hoogste prioriteit heeft gemaakt. Reden voor deze bocht van 180 graden is zonder twijfel angst voor het “niet langer verankerd zijn” van de inflatieverwachtingen en een verlies aan geloofwaardigheid voor de Centrale Bank. Een meer sociale en politieke lezing kan echter niet worden uitgesloten. In 1997 waarschuwde econoom Robert Shiller dat inflatie het stemgedrag beïnvloedt. Inflatie ondermijnt de koopkracht, zelfs in de VS en dit ondanks een zeer lage werkloosheid. Zonder zo ver te gaan als zou de Federal Reserve “pro-Biden” zijn, kan ze zich terecht zorgen maken over een oplopende inflatie die een sociale onrust aanwakkert. Een onrust die allerminst het maatschappelijk doel van de centrale bank dient.

Is de Amerikaanse centrale bank, na lange tijd de steun en toeverlaat van de aandelenmarkten te zijn geweest, nu plots haar vijand geworden? Wij denken van niet en het beïnvloedt onze kijk op de markten en dus onze beleggingsstrategie. De

uitdrukking "*Greenspan put*" werd beroemd in de jaren '90. Ze kwam van de perceptie dat de Amerikaanse centrale bank en haar gouverneur Alan Greenspan de financiële markten niet op het verkeerde been probeerde te zetten, maar integendeel marktdalingen probeerde te voorkomen. Gezien de populariteit van pensioenfondsen aan de overzijde van de Atlantische Oceaan en dezen vooral in aandelen beleggen, kon men zelfs denken dat de centrale bank de economie zou proberen te ondersteunen door de beurs te ondersteunen. De achterliggende gedachte was het creëren van een positief "*patrimonium-effect*" of "*vermogenseffect*" waarbij de Amerikaan meer zou consumeren omdat de waarde van zijn pensioenfonds steeg. Het is duidelijk niet de kern van de strategie van de Federal Reserve, maar het klopt dat het accommoderende monetaire beleid dat zij voerde ten gunste van consumenten, bedrijven en de met schulden overladen overheid om zo de economische activiteit te stimuleren als bijkomend effect zorgde voor de creatie van meerwaarden op aandelen als obligaties.

Het is duidelijk dat de centrale banken, te beginnen met de Federal Reserve, door hun beleid de aandelenmarkt een stevige duw in de rug gaven. Het zou echter volledig fout zijn te besluiten dat ze dus van nu af aan schade zullen berokkenen. Wat is het belangrijkste voor de aandelenmarkt? Het antwoord is eenvoudig: dat bedrijven doorheen de tijd in goede gezondheid verkeren. En wat bepaalt dit dan weer? Het antwoord is even eenvoudig: de goede gezondheid van de economie. Vanzelfsprekend kan de centrale bank in haar analyse fouten hebben gemaakt en nog steeds maken of er zelfs een bepaalde bias in hebben, maar het valt niet te ontkennen dat, door te handelen zoals ze op vandaag handelt, de FED de trendgroei als middellange termijn doelstelling heeft. Vorig jaar schreven we dat we ons geen zorgen hoefden te maken maar integendeel verheugd moesten zijn met de maatregelen die de Chinese autoriteiten namen rond de zeepbel in de woonkredieten. Deze situatie is vergelijkbaar! Toegegeven, niet elke pijnlijke maatregel is noodzakelijkerwijs nuttig en niet elk kwaad leidt noodzakelijkerwijs tot iets goed. Toch is de strijd tegen inflatie en een normalisatie van het monetair beleid meer dan waarschijnlijk gunstig.

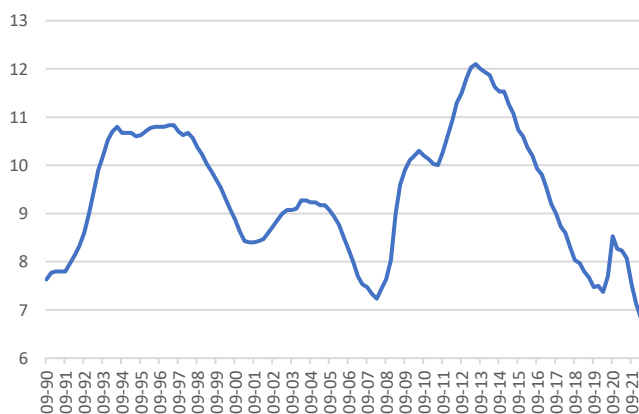
Het is op korte termijn niet aangenaam te zien dat centrale banken de rente verhogen en hun balansen inkrimpen, maar in plaats van te klagen zouden we blij moeten zijn dat de ze de markt tegen de haren instrijkt. De markten beseffen het misschien niet, maar het komt de economie ten goede en het is dus met andere woorden voor hun eigen bestwil!

ALLOCATIE & STRATEGIE

Europese economie draait nog niet zo slecht ...

Op basis van hetgeen men kan lezen in de populaire pers besluit men al snel dat het op economisch vlak kommer en kwel is. Het valt niet te ontkennen dat door de stijgende **energieprijzen** de **lagere middenklasse** in België en in onze buurlanden het **merkelijk moeilijker krijgt**, maar hieruit besluiten dat we in Europa, of meer algemeen wereldwijd, voor een recessie staan – of er ons reeds in bevinden – gaat ons inziens duidelijk te ver. Toegegeven, de voor de eurozone voor 2022 **verwachte economische groei** werd sinds het begin van het jaar merkelijk **neerwaarts herzien** (van 4.5% naar 2.6%), maar dit niveau behoort **nog altijd tot de hoogste in de afgelopen tien jaar** en de situatie zou merkelijk slechter moeten worden alvorens we in een recessie terechtkomen. Hoewel het **consumentenvertrouwen een duidelijke knauw kreeg** – wellicht door de hogere inflatie en in het bijzonder de energieprijzen en de terugkeer van oorlog op het continent – **vertaalt zich dat momenteel niet in ineenstortende kleinhandel-verkopen**. De **werkloosheidsgraad** die zich op het laagste niveau in de afgelopen 30 jaar bevindt is hiervoor wellicht een **belangrijke verklarende factor**.

Werkloosheidsgraad Eurozone



Bron: Eurostat, Bloomberg

Het **producentenvertrouwen** daarentegen blijft op een zeer hoog niveau en ook de voorlopende pmi-indicator voor zowel de industrie als dienstensector **wijst op een licht bovengemiddelde groei**.

... en de Chinese zal terug aantrekken ...

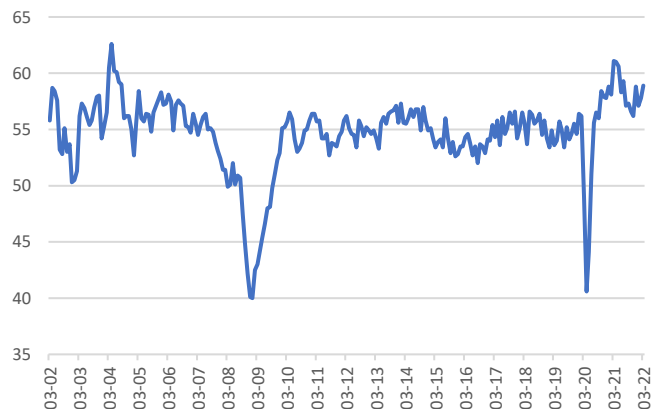
De Chinese economie heeft momenteel duidelijk te lijden onder de corona-lockdown. Wellicht zal deze – nu het aantal gevallen terug in dalende lijn gaat – op relatief korte termijn worden teruggeschoefd, hetgeen de economie enige ademruimte zou moeten geven. We merken ook dat de PBoC, de Chinese centrale bank, in tegenstelling tot de westerse, de monetaire massa opnieuw merkelijk sneller laat groeien. Daarnaast veert de zogenaamde “*credit impulse*”, historisch een goede voorlopende indicator terug op, hetgeen er op wijst dat de Chinese groei opnieuw zal aantrekken.

... terwijl de VS bovengemiddeld zal groeien

In de VS wijzen de voorlopende PMI-indicatoren op een **bovengemiddelde economische groei**. De consument blijft

consumeren en hoewel de rentevoeten gestegen zijn tegenover vorig jaar blijven de **kredietvoorwaarden** bij de banken **aantrekkelijk**.

Kredietvoorwaarden (hoger is gunstiger)



Bron: Bloomberg

In tegenstelling tot in de eurozone **blaken de Amerikaanse gezinnen wel van vertrouwen**. Verschillende elementen **dragen hiertoe bij**: ten eerste was **het aantal werklozen nooit zo laag** en benadert het percentage van de bevolking dat werkt opnieuw het pre-corona tijdperk. Dat er per werkloze 1.9 jobs beschikbaar zijn (merkelijk meer dan de 1.2 jobs in februari 2020) zorgt ervoor dat de zogenaamde “*great resignation*” (Amerikanen geven massaal hun ontslag) verder aan kracht wint. Ten tweede **stijgen de lonen**, hetgeen natuurlijk een rechtstreeks gevolg is van de inflatie en de zeer krappe arbeidsmarkt. Dat het vooral de laagste lonen zijn die stijgen heeft economisch gezien een dubbel positief effect. Het verlaagt de ongelijkheid en verhoogt zo de sociale cohesie. Daarnaast besteden de lagere sociale klassen een groter deel van het bijkomend inkomen dan de hogere middenklasse.

Loonstijgingen



Bron: Bloomberg

Ten slotte is er de **sterke daling van de gemiddelde schuldgraad** (in verhouding tot de activa) hetgeen de consument vertrouwen geeft.

Inflatie loopt verder op ...

Daar waar de cijfers die gepubliceerd worden rond de groei en de groeiverwachtingen eerder gunstig zijn, kan niet hetzelfde gezegd worden rond de inflatie die de laatste maanden – na sterk gestegen te zijn in de VS – nu ook in Europa aan een duidelijke opmars bezig is. In de **VS is mogelijkwijs een kantelpunt bereikt** aangezien de meest recente cijfers licht daalden naar een nog steeds hoog niveau. Aangezien in de VS de producentenprijzen (PPI) ongeveer even snel stijgen als de consumentenprijzen (CPI) komt dit niet als een volledige verrassing en denken we dat de **inflatie naar het einde van dit jaar of begin volgend jaar terug zal afnemen**. In Europa blijft het verschil tussen beiden hoog, hetgeen doet vermoeden dat de **inflatie (CPI) in de komende maanden verder zal oplopen**. Het is echter belangrijk op te merken dat – in tegenstelling tot in de VS waar de inflatie zich doorheen alle diensten en goederen heeft verspreid – op dit moment de Europese prijsstijging in belangrijke mate verklaard worden door de toegenomen energieprijzen. Het volstaat met andere woorden dat de energieprijzen op de huidige hoge niveaus stabiliseren opdat de inflatie significant zou terugvallen.

... en dwingt de centrale bank tot handelen ...

De sterke stijging van de inflatie, maar vooral het feit dat ze zich verspreid doorheen de economie en dat de lonen duidelijk beginnen toe te nemen, laat de **Amerikaanse centrale bank** weinig keuze. We zagen al een **eerste renteverhoging van 0.5% en in de komende maanden volgen er wellicht gelijkaardige** verhogingen. Daarnaast zal de FED ook **haar balans afbouwen** met zowat \$95 miljard per maand (de zogenaamde *quantitative tightening of QT*) door obligaties op vervalddag niet te herbeleggen en waar nodig zelfs obligaties te verkopen. In tegenstelling tot een paar maanden geleden verwachten we nu ook in de eurozone renteverhogingen en is het waarschijnlijk geworden dat tegen het einde van het jaar, na een periode van acht jaar, de rentevoeten opnieuw positief zullen zijn. We zijn echter van mening dat de ECB duidelijk minder hard op de rem zal staan dan de FED. In de eurozone verklaren de energieprijzen immers zowat de helft van de inflatie, is ze nog niet zo wijdverspreid als in de VS en zien we ook geen sterke stijging van de lonen. Daarnaast vertraagt, in tegenstelling tot in de VS, de economie ook duidelijk als gevolg van de oorlog in Oekraïne.

... richting het neutrale niveau

In de VS liet FED-voorzitter Powell verstaan dat de kortetermijnrente snel naar het zogenaamde “neutrale niveau”, zal gebracht worden. Dit neutraal niveau, waarbij de monetaire politiek noch de economie stimuleert noch afremt, wordt in de VS op 2.25% à 2.5% geschat. Powell was ook duidelijk dat indien nodig de rente tot boven dit niveau zal worden opgetrokken. In de Eurozone zullen de stappen richting dit neutraal niveau (dat in de Eurozone wellicht rond de 1% ligt) merkbaar trager zijn en is de kans dat we hierboven zullen uitstijgen merkbaar kleiner.

Stapsgewijs obligaties opbouwen

Op basis van deze inschatting valt niet uit te sluiten dat de langetermijnrentevoeten in zowel de VS als in Europa verder kunnen stijgen. Desalniettemin denken we dat het **merendeel**

van de **rentestijging wellicht achter de rug** is en dat bijkomende **stijgingen gebruikt** kunnen worden om de **onderweging in obligaties** die we reeds zeer geruime tijd aanbevelen, **af te bouwen**. Door de recente terugval in de impliciete inflatieverwachtingen werden **inflatiegelinkte obligaties weer interessanter** als contragewicht indien de inflatie, tegen onze verwachtingen in, langdurig hoog zou blijven. De toename van de spreads maken **bedrijfsobligaties aantrekkelijker**. Toch zouden we – zeker in Europa – eerder **kieskeurig blijven** en kiezen voor kwaliteitsemissies aangezien bedrijven met een zwakkere balans bij een sterkere groeivertraging wel eens in de problemen zouden kunnen komen.

Resultatenseizoen valt mee

Nu het resultatenseizoen volledig achter de rug is kunnen we concluderen dat de gepubliceerde winsten in het eerste kwartaal zeker niet slecht waren ondanks de verzwakkende economische vooruitzichten en de oorlog in Oekraïne. Zowel in de VS als in Europa stijgen ze zowat 10% tegenover vorig jaar. Dit was merkbaar beter dan verwacht (4.5% beter in de VS en 10% hoger dan de lage verwachtingen in Europa). Wat opviel is dat beter dan verwachte cijfers nauwelijks beloofd werden door stijgende koersen terwijl tegenvallers zwaar aangerekend werden.

Aandelen licht overwegen ...

De combinatie van al bij al eerder gunstige winstcijfers en de daling van de aandelenmarkten zorgt ervoor dat de **waarderingen terug richting historische gemiddelden** evolueren en dit terwijl de rentevoeten ondanks de stijging nog steeds laag blijven. Dit pleit voor een globale overweging in aandelen, een pleidooi dat versterkt wordt door het feit dat uit een enquête door Bank of America blijkt dat **globale fondsenbeheerders nu meer cash aanhouden** dan op enige moment sinds 9/11 in 2001. In het verleden bleek dit een indicatie dat de beheerders (te) negatief zijn geworden. Toch zouden we de **overweging beperkt houden** aangezien bij bovenstaande elementen een tweetal kanttekeningen kunnen worden gemaakt. Als eerste, het feit dat de meer **onzekere omgeving** (Oekraïne, inflatie, groei) een **hogere risicopremie** verantwoordt en het tweede, het vermoeden dat een gedeelte van de door globale assetallocatoren **aangehouden cash voorzichtigheid in obligaties reflecteert**.

... maar niet in Europa

Binnen het aandelengedeelte verkiezen we een overweging in de VS en in de Emerging Markets en zouden we Europa onderwegen. De keuze voor de VS wordt verklaard door een economie die goed blijft draaien en de belangrijke weging van groeibedrijven waarvan de waarderingen de laatste maanden opnieuw redelijker zijn geworden. In de Emerging Markets zou het heropenen van China de Aziatische economieën moeten ondersteunen en zijn de verwachtingen na een aantal jaren van underperformance laag gespannen. De voorzichtigere allocatie naar Europese aandelen valt te verklaren door de grotere onzekerheid rond de economische vooruitzichten en natuurlijk ook de impact van de oorlog aan de Europese grenzen.

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.