

MACRO-ECONOMISCHE CONTEXT: De prijs van inflatie

Deze tekst is een samenvatting van een meer uitgebreide nota die op eenvoudig verzoek beschikbaar is bij uw beheerder of via info@orcadia.eu

Angst is van kamp veranderd. Het is niet langer deflatie in Japanse stijl dat het absolute macro-economische kwaad is, maar inflatie. Door de combinatie van zwakke economische groei en hoge inflatie doemt het schrikbeeld van “stagflatie” weer op (zie Spotlight van afgelopen mei). De terugkeer van inflatie zorgt voor vrees dat het de koopkracht zal ondermijnen, het consumenten- en producentenvertrouwen zal ondergraven, de ongelijkheid zal vergroten, het populisme zal aanwakkeren en de centrale banken zal dwingen het monetaire beleid te verstrakken. Door haar invloed op de rente heeft inflatie negatieve gevolgen op het patrimonium: minwaarden op obligaties, beurscorrecties en dalende vastgoedprijzen. Het spreekt voor zich dat we ons gelukkig prijzen dat we beleggen in inflatie-gelinkte obligaties als verzekering hebben aanbevolen en toegepast, aangezien het de pijn van de belegger verlichtte en zorgde voor merkelijk minder slechte beheerresultaten.

Wat is het inflatiescenario op middellange termijn? Voorspellen dient te gebeuren met de nodige nederigheid maar we wagen hier een poging door te bekijken wat de recente opstoot van de inflatie verklaart.

De redenen

De Russische invasie in Oekraïne en de daarop genomen sancties zijn een belangrijke, maar niet de enige, oorzaak van de huidige inflatie. Covid is naar de achtergrond verdwenen maar de macro-economische effecten blijven merkbaar, in de vorm van productieverstoring in China, de uitgestelde vraag van 2020 en 2021 of een verschuiving in de voorkeuren van de consument. Deze drie verschijnselen zijn inflatoir van aard. Covid zorgt er ook voor dat veel werknemers streven naar een betere levenskwaliteit, met als gevolg de "Great Resignation" een fenomeen waarbij werknemers massaal ontslag nemen voor een meer bevredigende job of om zelfs helemaal uit de arbeidsmarkt te stappen. Dit zorgt voor vrees voor een prijs/loonspiraal, maar op vandaag is deze, zelfs in de Verenigde Staten, niet aanwezig. In Europa voedde de daling van de euro en, in mindere mate, de Brexit ook de inflatie. In meer vervuilende sectoren zijn bedrijven, goed wetende dat ze gedoemd zijn om zich aan te passen, terughoudend om te investeren in bijkomende capaciteit waardoor het aanbod minder reageert op de gestegen vraag, hetgeen opwaartse druk op de prijzen zet.

Aan deze lijst van verklarende factoren zullen sommigen het uiterst soepele monetaire beleid dat centrale banken al geruime tijd voeren toevoegen. Door de drukpers aan een razend tempo te hebben laten draaien, zouden ze gezorgd hebben voor een terugkeer van de inflatie. Deze verklaring stuit echter op een dubbel bezwaar: de vertraging tussen de

monetaire versoepeling en de toename van de inflatie en de aanwezigheid van alle andere hierboven genoemde verklarende factoren.

Perspectieven

Het opstellen van een scenario over de evolutie van de inflatie is delicaat, wetende in welke mate alleen al de gasprijs afhangt van geopolitieke spanningen, de conjunctuur en speculatie door traders. Desalniettemin lijkt het vandaag de dag verstandig zicht te verwachten aan inflatie boven het zeer gematigde niveau dat we de afgelopen jaren konden waarnemen en wel om een hele reeks redenen:

- De milieutransitie zal gepaard gaan met belastingen en regelgeving die de prijzen zullen opdrijven, terwijl milieuvorstoringen de landbouwopbrengsten zullen verminderen, de productiviteit van de werknemers zal drukken en tot hogere verzekeringskosten zullen leiden;
- Bedrijven zullen hun capaciteit (en dus het aanbod) maar in beperkte mate verhogen uit vrees geconfronteerd te worden met stranded assets (activa die niet gebruikt kunnen worden tot aan het einde van hun levensduur) en rechtszaken over milieuaansprakelijkheid. Door de noodzaak de productieketens te diversifiëren om de veerkracht te verhogen zullen de productiekosten toenemen, hetgeen zich dan weer zal vertalen in hogere prijzen;
- De druk op de reële lonen kan niet tot in het oneindige doorgaan en al zeker niet indien de actieve bevolking niet groeit;
- Inflatie heeft ook zijn voordelen: het geeft centrale banken meer manoeuvreerruimte in het zetten van de rentevoeten en voor landen zorgt het ervoor dat de reële kost van hun schulden, schulden die door de milieu- en demografische transitie verder dreigen op te lopen, minder zwaar is om te dragen.

Toegegeven, de wereldwijde “voorraad” van beschikbare of onderbezette arbeidskrachten is nog lang niet uitgeput, noch hier, noch in lageloonlanden, technologie zou – eindelijk – kunnen leiden tot een toename van de productiviteitswinsten, de marges van bedrijven kunnen terugvallen van hun huidige hoogtepunten en centrale banken zouden onbuigzaam kunnen zijn in de strijd tegen inflatie. Het lijkt ons echter verstandiger te anticiperen dat de inflatie op langere termijn eerder 3% zal bedragen dan dat ze zou terugkeren naar 2% aangezien de hiervoor te betalen prijs op economisch, budgettair, politiek en sociaal vlak onredelijk lijkt.

ALLOCATIE & STRATEGIE

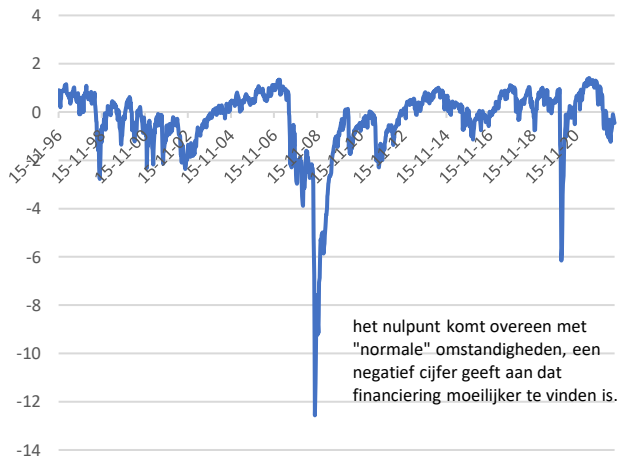
De afgelopen maanden werd duidelijk dat – voornamelijk door de oorlog in Oekraïne – de economische vooruitzichten voor de drie grote economische blokken (Europa, de VS en China met in zijn kielzog Azië) uit elkaar aan het groeien zijn.

Aziatische economie gaat de goede richting uit

Mede door overheidsstimuli en het langzaam minder streng worden van de corona-lockdown **lijkt de Chinese economie terug aan te trekken**. Zo noteerde de **voorlopende PMI-indicator opnieuw boven de 50** punten hetgeen op groei wijst. Daarenboven is samen met de Japanse centrale bank de Chinese één van de weinige die het monetair beleid niet (sterk) verstrakt. Hieruit besluiten dat alles rozengeur en maneschijn is in Azië gaat te ver, maar het gaat wel stapsgewijs de goede richting uit.

Amerikaanse bedrijven blijven positief...

De situatie in de VS is verwarrend maar toch eerder hoopgevend. De **voorlopende PMI-indicatoren** voor zowel de industrie als voor de dienstensector vielen in de laatste maanden terug maar beiden blijven comfortabel **boven de 50**, hetgeen een forse terugval van de economische activiteit langs producentenzijde onwaarschijnlijk maakt. De *Bloomberg Financial Conditions Index* toont ons dat ondanks de terugval van de markten en de stijging van de rente, het voor **bedrijven niet bovengemiddeld moeilijk is om financiering te vinden** en dit dus geen zware rem zet op de expansie van de bedrijven.

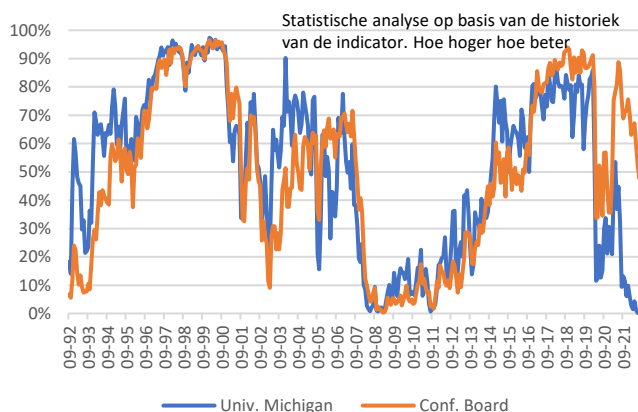


Bron: Bloomberg – Bloomberg Financial Conditions Index

... en de consument blijft consumeren

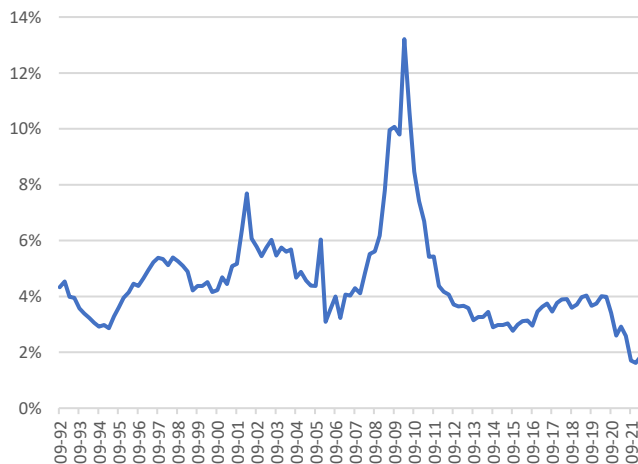
Bij de **consumenten is het minder duidelijk: twee belangrijke enquêtes rond consumentenvertrouwen spreken elkaar tegen**. Volgens de University of Michigan ligt het consumentenvertrouwen nu, zelfs na het recente opveren, lager dan tijdens de Grote Financiële Crisis, terwijl de conferenceboard het vertrouwen als gemiddeld ziet. Hoewel de indicator van de University of Michigan in het verleden betrouwbaar bleek, wordt hij – alvast voorlopig – tegengesproken door hetgeen de **consument nog steeds doet: consumeren**.

Consumentenvertrouwen VS



Bron: Bloomberg, Orcadia AM

De **verklaring** hiervoor is wellicht de **combinatie van een historisch lage werkloosheid (3.6%) de massale jobcreatie (± 530.000 in juli)**, het recordaantal **openstaande vacatures** (quasi 2 per werkloze) en de belangrijke, tijdens de corona-periode opgebouwde, **excess savings**. Banken rapporteren ook dat de kredietverliezen op kredietkaarten historisch laag blijven, hetgeen aangeeft dat de **consument geen financiële problemen kent**.



Op basis van de gegevens rond producenten en consumenten denken we dat de **VS afstevenen op een midcycle slowdown op een milde recessie en dat de economische schade al bij al zal meevallen**. Belangrijk vraagstuk hierbij is natuurlijk hoe agressief de FED de rente zal optrekken. Dit zal dan weer afhangen van de evolutie van de inflatie.

Europa getroffen door een energiestorm...

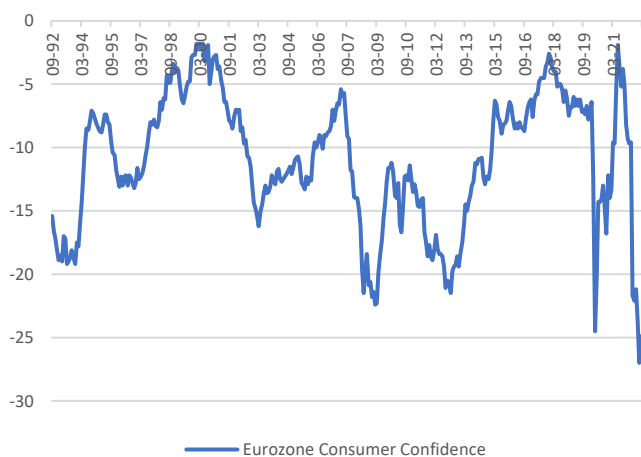
In **Europa** – dat getroffen wordt door een quasi perfecte energiestorm – is de situatie **merkelijk minder rooskleurig**. Het is ondertussen wel geweten dat door het afknippen van de gasleveringen door Rusland en het wanhopig willen aanvullen van de wintervoorraden, de prijzen van gas naar stratosferische hoogten werden gestuwd. Dat de Rijn nu reeds historisch laag staat (normaal gezien wordt het dieptepunt in oktober bereikt), maakt het transport van steenkool voor elektriciteitscentrales moeilijker, duurder en trager, hetgeen dan weer zijn invloed

heeft op de Europese gasprijzen. Op een gegeven moment was de groothandelsprijs voor levering van 1000 kWh tijdens de winter rond de €350. Omgerekend per energie-equivalent komt dit neer op een prijs van zowat \$500 per vat ruwe olie.

Door de manier waarop de elektriciteitsmarkt werkt (de marginale producent die zorgt voor een netwerk in evenwicht – op dit moment gascentrales – bepaalt de elektriciteitsprijs voor alle producenten, ongeacht de productiemethode), schoten de elektriciteitsprijzen ook omhoog. In Duitsland bijvoorbeeld liggen de prijzen de laatste dagen meer dan 10x hoger dan hun historische gemiddelden.

Waarbij consumenten en producenten het moeilijk krijgen

Het spreekt voor zich dat dit op het **gemoed werkt van de consumenten** waar nu ook de lagere middenklasse in de problemen dreigt te komen.



Bron: Bloomberg

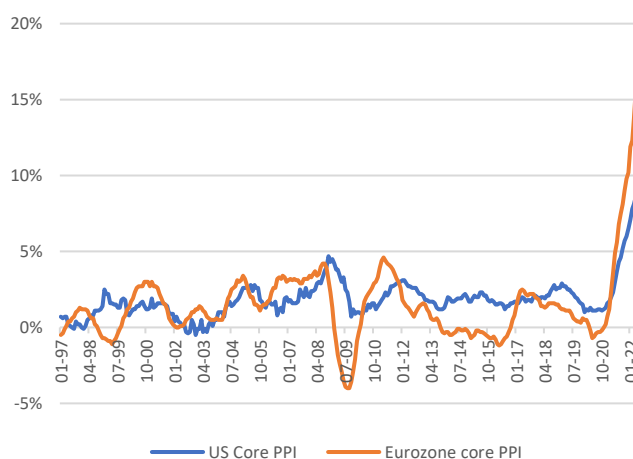
Ook op de industrie weegt de sterke stijging van de energieprijzen en de laatste tijd kondigden meerdere energie-intensieve bedrijven aan de productie te beperken of zelfs helemaal stop te zetten. Gezien de verslechterende vooruitzichten worden banken ook voorzichter in hun kredietverlening, wat dan ook weer de economie niet ten goede komt.

De combinatie van bovenstaande factoren maken een **recessie in Europa quasi onvermijdelijk** en de kans is groot dat we ons er ondertussen al in bevinden. De hamvraag is hoe zwaar ze zal worden en dat zal dan weer afhangen van hoe de energieprijzen tijdens de komende winter evolueren.

Inflatie loopt verder op...

De prijzen voor energie werken uiteraard in op de inflatie. Dit komt omdat **inflatie in 3 fasen verloopt**: de **eerste impuls** wordt gegeven door de **grondstofprijzen**, die zich dan weer vertalen in de **producentenprijzen (PPI)** en uiteindelijk bij de **consument terechtkomen (CPI)**. Nu zijn, over de **laatste maanden**, met als nootore uitzondering de gas- en elektriciteitsprijzen in Europa (zie boven), de **grondstofprijzen** (inclusief olie) merklijk **goedkoper geworden**. Dit zal op termijn (met uitzondering voor Europa) **positieve effecten hebben op de producentenprijzen**. Momenteel staan de “core” producentenprijzen (prijzen exclusief de volatiele energie en voedselprijzen) in de **VS** ongeveer op hetzelfde niveau dan de consumentenprijzen en valt er dus nog **weinig opwaartse druk van de PPI op de CPI te verwachten**. In Europa

bevinden we ons spijtig genoeg nog **niet in een vergelijkbare situatie**. De “Core” PPI in de eurozone bedraagt op dit moment meer dan 15%, er valt met andere woorden bij ons nog opwaartse druk te verwachten.



Bron: Bloomberg

Daarnaast wordt de eurozone bijkomend geconfronteerd met een verzwakkende munt, hetgeen goed is voor onze competitiviteit maar tegelijkertijd ook zorgt voor meer inflatie.

Samenvattend denken we dat de piek van de consumentenprijzen in de VS wellicht bereikt is, maar riskeert ze in de komende maanden in de eurozone verder op te lopen.

Centrale banken zullen de rente verder optrekken...

De combinatie van bovenstaande elementen zorgt ervoor dat de **ECB zich in een weinig benijdenswaardige situatie** bevindt. Agressief de **rente verhogen duwt de Europese economie dieper de recessie in, maar weinig doen is ook geen optie** aangezien dan een loon/prijzenspiraal zou kunnen ontstaan waarbij de hoge inflatie structureel dreigt te worden. We verwachten dan ook dat de ECB verder zal gaan met haar renteverhogingen. **Ook in de VS verwachten we verdere renteverhogingen** want, ondanks het feit dat de inflatie er lijkt te stabiliseren blijft ze oncomfortabel hoog. J Powell, voorzitter van de FED, liet duidelijk verstaan tijdens zijn speech in Jackson Hole dat een periode van lagere groei, een zwakkere arbeidsmarkt en “enige pijn” voor huishoudens en bedrijven onvermijdelijk was.

... hetgeen druk zal houden op de obligatiekoersen

Gegeven de vooruitzichten blijven we **voorzichtig in obligaties**, aangezien zowel de lange als de korte rente verder kunnen stijgen. We pleiten dus voor een **onderweging zowel qua gewicht als qua duratie** (rentegevoeligheid) maar naarmate de rente verder stijgt zouden we toch stapsgewijs staatsobligaties durven kopen. Ook in Italië waar de politieke onzekerheid en de algemene marktnervositeit zorgt voor een significante stijging van de spreads. Ongeacht wie Italië in de toekomst zal leiden: het Italiaanse deel (€200 miljard of zowat 12.5% van het BNP in de komende 5 jaar) van het EU Recovery Fund is, ondanks de eraan verbonden voorwaarden, te aantrekkelijk om zomaar te laten schieten. Daarnaast is er het zogenaamde “Transmission Protection Instrument” waardoor de ECB ongelimiteerd obligaties kan kopen van een land indien ze van mening is dat de spread niet in lijn ligt met de economische vooruitzichten. Gezien de ongunstige vooruitzichten in de eurozone zouden we aanraden voorzichtig te blijven in

bedrijfsobligaties, en in het bijzonder in high yield obligaties, aangezien een toename van het aantal wanbetalingen ons onvermijdelijk lijkt.

Voorzichtigheid in Europese aandelen is aangewezen

Op aandelenvlak denken we dat een globale onderweging aangewezen is gezien de verzwakkende wereldwijde conjunctuur. Deze visie verbergt echter markante geografische verschillen. Op basis van de, al bij al niet zo ongunstige, vooruitzichten en waarderingen die in verhouding tot de rentevoeten niet overdreven lijken, zouden we de **Emerging Markets en de VS neutraal tot licht overwegen. Europa daarentegen zouden we merkelijk onderwegen.** De voorlopende indicatoren wijzen op een markante

groei vertraging en de bedrijven zullen hun winstmarges onder druk zien komen door de exploderende energieprijzen. Bedrijven zullen daarenboven – de moeilijkheden die ze de afgelopen 2 jaar ervaren om mensen aan te werven in gedachte – ontslagen zo lang mogelijk uittellen, hetgeen ook op de winstmarges zal wegen. Europese aandelen lijken goedkoop maar dat is ons inziens niet meer dan een fata morgana. De consensus verwacht voor de rest van dit jaar nog een sterke stijging van de winsten, winsten die volgend jaar verder zouden toenemen. De recente evoluties maken dit meer en meer onwaarschijnlijk.

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.