

MACRO-ECONOMISCHE CONTEXT: noemen en benoemen, er is recessie en recessie

De economische indicatoren zijn duidelijk: in Europa krimpt de economische activiteit. Aangezien deze negatieve groei naar verwachting minstens twee kwartalen zal aanhouden, noemen we dit : een recessie. Maar opgepast: intellectuele eerlijkheid vereist niet alleen dat je nuchter naar de feiten kijkt, maar ook dat je de interpretatie ervan nuanceert, ook in de woordkeuze. We durven te stellen dat verkeerde of slechte woorden voor een slechte situatie enkel het slechte verergeren. Woorden die vandaag vaak gehoord worden zijn: recessie, stagflatie, monetaire verkrapping, herstructureringsgolf, woorden die indien ze ongenueanceerd gebruikt worden juist problemen kunnen versterken op vlak van vertrouwen en economisch beleid. Crisissen hebben een zichzelf in standhoudende dimensie: indien de perceptie ontstaat dat de recessie zwaarder wordt, dan kan het gedrag van economische actoren veranderen en kan zo de perceptie realiteit worden. Woordspelingen kunnen leuk zijn, maar spelen met woorden kan gevaarlijk zijn indien ze de realiteit slecht benoemen. We moeten natuurlijk niet zeggen "tout va bien Madame la Marquise" maar dienen de balans op te maken door dingen correct in perspectief te zetten.

Recessie

Het Internationaal Monetair Fonds (IMF) heeft net haar nieuwe prognoses gepubliceerd. Voor de eurozone verwacht ze een reële groei, na inflatie, van 3,1% in 2022 en 0,5% in 2023. De groei vertraagt sterker dan in juli werd verwacht. Toen werd ze voor 2023 nog geraamd op 1,2%. Anderzijds wordt de groei voor dit jaar opwaarts herzien, van +2,6% naar +3,1%.

De analyses komen vandaag op twee vlakken meer en meer samen: om een recessie aan te kondigen ... maar ook een recessie aan te kondigen die beperkt is in zowel duur als omvang. Hier kunnen woorden misleidend zijn indien ze aanzetten tot een binaire decodering: ofwel groeien we en loopt alles goed, ofwel zijn we in recessie en is het kommer en kwel. Dit is niet correct, want er is recessie en recessie zoals er groei en groei is. Groei dankzij niet-duurzame factoren zoals budgettaire verspilling dient niet verward te worden met groei door een beter functionerende economie. Hetzelfde geldt voor de komende recessie, die op drie vlakken dient te worden benoemd: haar waarschijnlijke duur, haar waarschijnlijke omvang en de waarschijnlijke oorzaken.

Loos alarm slaan

Op basis van wat men vaak hoort, in het bijzonder in werkgeverskringen, gaan we richting een periode met zo veel turbulentie dat de covid-crisis in vergelijking slechts matig zou zijn. Het valt niet te ontkennen dat in het verleden de voorlopende indicatoren en modellen waarover economen beschikken herhaaldelijk op hun grenzen botsten, maar op vandaag zijn er veel elementen die in de tegenovergestelde richting wijzen en waaruit men kan besluiten dat de recessie noch bijzonder lang noch bijzonder zwaar zou moeten zijn. De bedrijfs wereld slaat alarm en spreekt net zoals in 2020 van een

"tsunami aan faillissementen", maar in de praktijk blijkt uit de geaggregeerde cijfers dat bedrijven zoeken te investeren en aan te werven. Dit is het tegenovergestelde van 2008 toen de kredietverstrekking door de banken stilviel en bedrijven hun kasmiddelen probeerden te vrijwaren door alle niet onmiddellijk noodzakelijke uitgaven te bevriezen.

Ja, we sloegen de bal duidelijk mis, collectief en individueel, toen we twaalf maanden geleden beweerden dat alle lichten op groen stonden om van 2022 een jaar met een sterke economische groei te maken. De spaartegoeden van de gezinnen, de arbeidsmarkt in zeer goede doen, de investeringsbehoefte van bedrijven, de lage reële rente of de soepele overheidsbudgetten hadden, mede dankzij gunstige basiseffecten, moeten leiden tot een krachtige groei. Het jaar 2022 zal niet eindigen zoals het begon, maar de argumenten van twaalf maanden geleden blijven relevant. De fout zat niet in de geëvalueerde factoren, maar in het niet anticiperen op de brute escalatie van geopolitieke spanningen. "*Paying the Price of War*" is de titel van de recentste halfjaarlijkse OESO-studie. Een zeer goed gekozen titel, niet omdat het ons een goedkoop excuus verschafft, maar omdat het goed benoemt hetgeen onze economieën doormaken.

Wat de gegevens voor de komende kwartalen voorspellen is een dreigende recessie en een trage groei daarna, maar globaal gezien zullen de problemen noch langdurig noch zwaar zijn. En wat de analyse toevoegt is dat al bij al de oorzaken positief moeten worden gezien. De Covid-crisis is een "verloren crisis", omdat we ze niet verbonden met een te veranderen menselijk gedrag. De energiecrisis daarentegen is een "transitie-crisis" die, toegegeven, op een té brutale manier veranderingen versnelt waarvan we wisten dat ze noodzakelijk zijn.

De waarheid van de markten

Is het niet een beetje makkelijk voor voorspellers te beweren dat hun fout niet veroorzaakt wordt door hun analyse van de economische basisgegevens, maar door exogene verschijnselen? De financiële markten zouden, omdat ze naar de lange termijn kijken, immers door zulke exogene verschijnselen, waarvan we per definitie denken dat ze tijdelijk zijn, niet te veel beïnvloed moeten worden. Maakt dit van de uitleg van de economen niet simpelweg een excuus? Met andere woorden wordt de daling van de markten niet verklaard door een radicale verandering van de macro-economische situatie en hebben economen dit niet simpelweg gemist?

Wij vinden van niet! We kunnen nooit uitsluiten dat het om een fundamentele verandering gaat, maar we moeten voorzichtig zijn dat we niet te snel van een disruptie van het systeem spreken. De gemiddelde consument wil consumeren, kijk maar naar de luchthavens deze zomer, en heeft er, hoewel er achter "gemiddelde" veel verschillen schuilgaan, de middelen voor. Op de arbeidsmarkt is de werkloosheid laag en het jobaanbod groot. De cijfers die bedrijven publiceren zijn niet in overeenstemming met het heersende negatieve economische

discours. Daarenboven blijven ze investeren omdat ze zich ervan bewust zijn dat ze actief moeten deelnemen aan de evolutie naar een meer duurzame planeet. De overheid blijft profiteren van reële rentetarieven die in de buurt van 0% liggen of zelfs negatief zijn en deze zeer lage financieringskosten tonen aan dat de centrale banken geloofwaardig blijven zonder, ondanks de recente en de nog komende rentestijgingen, bestraffend te moeten worden.

Ten slotte en zelfs al is het volkomen terecht dat ondernemers zich zorgen maken over de explosie van de energieprijzen, de toename van de lonen, nieuwe milieuregelgeving of de afschaffing van specifieke belastingvoordelen, en zich hierover fors uitdrukken, er moet worden opgemerkt dat hun specifiek belang niet overeenstemt met de belangen van langetermijnbeleggers met een gediversifieerde portefeuille. Voor hen is het te hopen dat vervuilen duur is, dat de productiviteitswinsten beter worden verdeeld, dat er meer

rekening wordt gehouden met milieu en gezondheid en dat de belastinginning efficiënter wordt; want het rendement van hun patrimonium hangt af van de omvang van de mondiale economische taart.

We zijn er ons van bewust dat deze analyse als té positief of zelfs naïef kan overkomen en dat deze positieve analyse kan worden weggevaagd door het gebruik van massavernietigingswapens of door andere bedreigingen, zowel op vlak van milieu, gezondheid, technologie of ideologie. Deze bedreigingen rechtvaardigen, binnen het beheer van een portefeuille, om de positieve visie rond de ernst van de economische vertraging te matigen.

Etienne de Callatay – etienne.decallatay@orcadia.eu

ALLOCATIE & STRATEGIE

Voorwaarden voor consumptie...

Om vrijelijk te consumeren heeft de gemiddelde consument een combinatie van de volgende elementen nodig: voldoende inkomen (of spaargeld), inkomenszekerheid, hetgeen meestal neerkomt op jobzekerheid en niet te veel schulden.

Lage schuldgraad ...

De **schuldgraad** van het gemiddeld **Amerikaans gezin** (leverage of nettoschulden tegenover activa) was **in jaren niet zo laag**. Dit door een **daling van de nettoschuld** tijdens de coronacrisis, verklaard door overheidssteun en verplicht sparen tijdens deze periode, en een **significante waardestijging van de activa** van de gezinnen (zowel aandelen, obligaties als vastgoed). De recente daling van de financiële activa, de te verwachten stabilisatie of zelfs terugval van de vastgoedprijzen en de dalende spaarquote zal de leverage opnieuw doen stijgen, maar ze zal desalniettemin totaal onvergelijkbaar zijn met de schuldgraad in de aanloop van de financiële crisis.

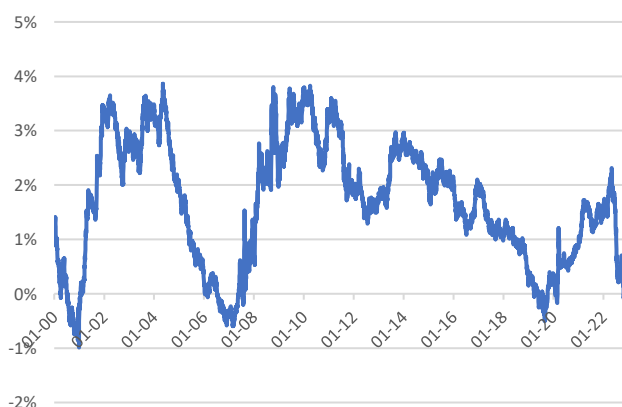
... en inkomenszekerheid laat de consument besteden...

Op vlak van **jobzekerheid** was de situatie voor de gemiddelde Amerikaan **in jaren niet zo gunstig**. De **werkloosheid blijft** – ondanks de duidelijk afkoelende economie – op een **historisch laag** niveau en het **aantal jobaanbiedingen** blijft, ondanks de recente daling, op een **historisch hoog** niveau. Het gat geslagen door de inflatie die merkkelijk sneller stijgt dan de lonen wordt opgevangen door de massale, tijdens de coronacrisis opgebouwde, “excess savings” langzaam aan te spreken. Gezien de omvang ervan kan de consumptie nog wel enige tijd op peil worden gehouden.

... wat zorgt voor vertrouwen bij de bedrijven

Dit zorgt er ook voor dat, ondanks de herhaaldelijk renteverhogingen om de economie af te koelen, de **voorlopende PMI-indicatoren** voor zowel industrie (50.2) als dienstensector (54.4) **nog steeds op economische groei wijzen**. Door de merkkelijk snellere stijging van de kortetermijnrente tegenover de langetermijnrente is de **rentecurve geïnverteerd**. In het verleden was dit een **betrouwbare indicator voor een nakende recessie**. **Op basis van bovenstaande analyse denken we dat een eventuele recessie zowel in omvang als in tijd beperkt zou moeten blijven**.

VS Langetermijnrente (10j) - kortetermijnrente (3m)



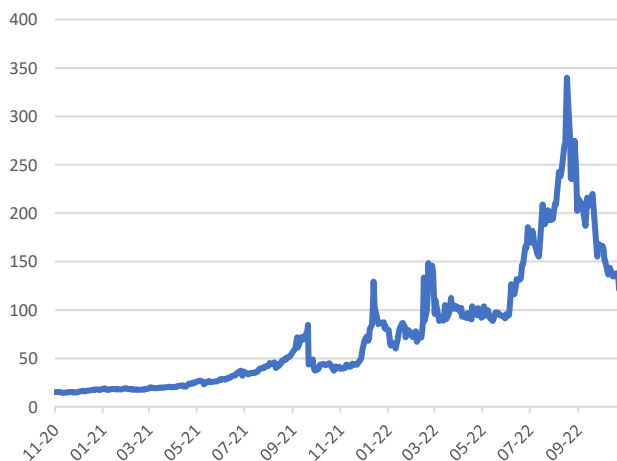
Bron: Bloomberg, Orcadia AM

Ondersteunende elementen ondermijnd door oorlog

Ook in Europa zijn de drie elementen verenigd om gewag te kunnen maken van een eerder gunstige situatie voor de gemiddelde consument. De verklaring waarom het **consumentenvertrouwen** zich **desondanks op een dieptepunt** bevindt is voor de hand liggend: **de oorlog aan onze grenzen die voor immense onzekerheid zorgt**. Er is de **psychologische impact** van een **mogelijke verdere escalatie** ervan en de **stijging van de energieprijzen waarvan de impact zowel psychologisch als reëel is**. De toegenomen prijzen aan de pomp en de vaak dramatische verhoging van de voorschotten aangerekend door de elektriciteits- en gasleveranciers hebben een reële impact op de economie omdat geld dat daaraan besteed wordt natuurlijk niet aan iets anders kan worden uitgegeven. Daarnaast is er ook de vrees voor de omvang van de eindafrekening. De ongerustheid bij de consument in combinatie met de onduidelijkheid rond energie (zowel qua prijzen als qua bevoorrading) zorgt ervoor dat de **voorlopende indicatoren voor de Europese producenten**, en in het bijzonder de Duitse (PMI van 45.1), **niet veel goeds voorspellen** voor de Europese economie.

Een zwaluw maakt de lente nog niet

Op dat vlak is de **recente forse daling van de gasprijzen** en bijgevolg de elektriciteitsprijzen door de combinatie van bovengemiddeld warm weer en de besparingsdrift bij consumenten en producenten **goed nieuws**.



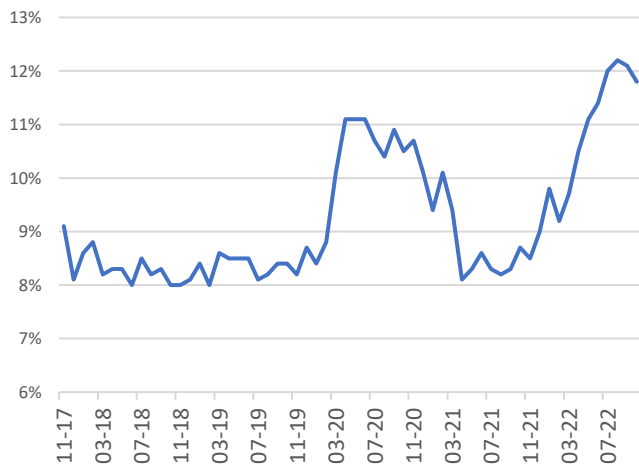
Bron: Bloomberg – TTF Gas Future “Next Winter”

Indien de prijs voor gasleveringen deze winter rond het huidige niveau stabiliseert, dan is het best mogelijk dat in plaats van een zware eindfactuur de consumenten een creditnota zullen krijgen van hun energieleveranciers. Het zou echter een **vergissing zijn nu al victorie te kraaien want een strenge winter zal de prijzen duidelijk laten stijgen en dat niet alleen voor deze winter maar ook voor de volgende**. Een langere koudegolf zal de voorraden sterk laten slinken en deze tijdig opnieuw aanvullen zal geen evidentie zijn. Dit voorjaar konden we immers nog op Russisch gas rekenen, hetgeen volgend jaar niet het geval zal zijn.

Chinese economie wordt aangezwengeld

We verwachten dat de **Chinese economie** in de komende maanden **zal versnellen**. Veel, zo niet alles, zal natuurlijk

afhangen van de covid-politiek van het land maar – in tegenstelling tot in het Westen – zien we dat de **centrale bank de economie probeert te stimuleren**. Ze kan zich dit veroorloven omdat de **inflatie eerder te laag dan te hoog** is (de Chinese core inflatie bedraagt amper 0.6% en de producentenprijzen dalen zelfs). Zo neemt bijvoorbeeld de Chinese monetaire massa (M2) opnieuw sterk toe, hetgeen een gunstig effect zou moeten hebben op de economische activiteit.



Bron: Bloomberg - China M2

Inflatiepiek in VS bereikt...

Het goede nieuws dat de Amerikaanse consument blijft besteden heeft als keerzijde dat het de job van de FED merkkelijk moeilijker maakt. Zij probeert immers door de rente te verhogen de economie af te koelen en zo de inflatie onder controle te krijgen. Toch zijn er ons inziens **verschillende indicatoren dat de inflatiepiek in de VS wellicht is bereikt**. De toename van de producentenprijzen vlakkt af en meer stroomopwaarts zien we de prijs van veel grondstoffen dalen. Binnen enkele maanden zal ook het opwaartse prijseffect van de olieprijs wegvallen. Het aantal bedrijven dat prijsverhogingen plant blijft bovengemiddeld maar daalt wel in snel tempo. Door de manier waarop de Amerikaanse prijskorf is samengesteld – huurprijzen en de “home owner equivalent rent” maken zowat een derde van de index uit – zijn de consumentenprijzen in de VS impliciet gelinkt aan de evolutie van de huizenprijzen. Door de zeer sterke stijging van de rente is de aflossing van een 30-jarige hypotheeklening voor de aankoop van een gemiddelde woning (rekening houdend met een eigen inbreng van 20%) in % van het inkomen van de gemiddelde Amerikaan zowat verdrievoudigd. Het is duidelijk dat dit de appetijt voor de aankoop van nieuwe woningen drukt met afvlakkende of zelfs dalende huizenprijzen als gevolg hetgeen op termijn een duidelijk dempend effect zal hebben op de inflatie in de VS.



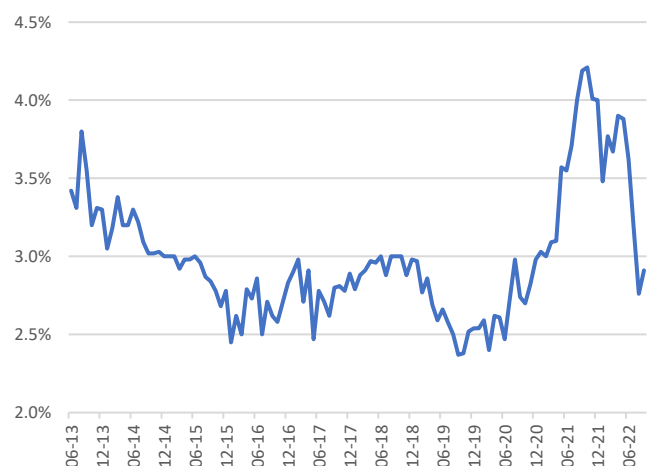
Bron: FED/FRED database, Orcadia AM

... en wellicht nakend in Europa...

In Europa wordt de inflatie op dit moment vooral opwaarts geduwd door hogere energie- en voedselprijzen. De inflatie zal dus deels terugvallen binnen een aantal maanden als de basiseffecten in ons voordeel beginnen te spelen. Het zal echter langer op zich laten wachten dan in de Verenigde Staten aangezien de grondstoffenprijzen in dollar worden uitgedrukt en de euro significant verzwakte tegenover de dollar sinds het begin van het jaar. Bij ons zijn de producentenprijzen ook nog merkkelijk hoger dan de consumentenprijzen waardoor de inflatiepiek wellicht nog niet bereikt is. Ook in Europa zien we, zei het in mindere mate dan in de VS, de zogenaamde “core inflatie” stijgen. Aangezien de loonstijgingen nog steeds duidelijk achterblijven op de inflatie klinkt de roep voor loonsverhogingen steeds luider.

... maar toch verdere renteverhogingen

Het is echter **niet omdat de inflatiepiek bereikt (VS) of nabij is (Eurozone) dat de centrale banken niet langer de rentevoeten zullen verhogen**. Het verschil tussen de officiële doelstelling (2%) en de huidige inflatie is simpelweg té groot. Daarenboven is er een significant risico op een loon-prijzenspiraal. Op dat vlak is het zeer goed nieuws dat de inflatieverwachtingen in de VS terug normaliseren. **We verwachten wel dat zowel in de VS als in de Eurozone de snelheid waarmee de korttermijnrente verhoogd wordt zal matigen**.



Bron: Bloomberg – NY FED Survey : inflatieverwachtingen op 3 jaar

Obligaties onderwogen ... maar minder dan voorheen

Hoewel het niet uit te sluiten valt dat de langetermijnrente nog ietwat zou doorstijgen, lijkt **een zeer sterke onderweging van obligaties zowel qua gewicht als qua rentegevoeligheid niet langer aangewezen. We behouden onze voorkeur voor staatsobligaties**, in het bijzonder in de Eurozone aangezien de spreads op bedrijfsobligaties en in het bijzonder high yield obligaties merkkelijk verder kunnen toenemen indien we bijvoorbeeld door een strenge winter in een zware recessie zouden belanden.

Aandelen onderwogen ... maar niet elke regio

Gezien de al bij al meevallende bedrijfsresultaten over het afgelopen kwartaal, de globale economische vooruitzichten die – met uitzondering misschien in Europa – weliswaar niet goed maar al evenmin dramatisch zijn en de aantrekkelijker geworden waarderingen, zouden we de **onderweging in aandelen beperkt houden**. De maandelijkse enquête van Bank of America bij professionele beleggers leert ons dat zij

gemiddeld gesproken sterk onderwogen zijn in aandelen en dat het minste minder ongunstige nieuws dus voor opverende koersen kan zorgen. Op regionaal vlak pleiten we voor een **overweging in de VS en een neutrale weging in de Emerging Markets** waar bij zwaargewicht China de verwachting rond een aantrekkende economie wordt getemperd door de politieke risico's verbonden aan de concentratie van de macht bij één persoon. Hoewel **Europa** in relatieve termen tegenover de VS historisch goedkoop is, zouden we de regio **toch onderwogen**. Niettegenstaande dat de verwachte winstgroei (die de koerswinstverhouding neerwaarts beïnvloed) eerder optimistisch is, zijn er **simpelweg té veel factoren** – denken we maar aan een verdere escalatie van de oorlog in Oekraïne of een strenge winter – **die voor onzekerheid zorgen** rond het al dan niet in een zware recessie belanden, hetgeen zware gevolgen zou hebben voor Europese risicoactiva.

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.