

## **MACRO-ECONOMISCHE CONTEXT: Als de rente stijgt, verstrakt de strop**

Het is zo ver! De spectaculaire stijging van de kortetermijnrente nadert zijn einde, en heeft ze misschien al bereikt. We kunnen terecht van spectaculair spreken omdat we zelden in de financiële geschiedenis een dermate snelle en sterke stijging zagen, met, toegegeven, een startniveau dat al even uitzonderlijk was.

Zijn de verwachte effecten aanwezig? Ja, maar niet zonder verrassingen, en met een serieuze factuur in het vooruitzicht. Na eerst de terugkeer van de inflatie niet te hebben zien aankomen en deze daarna als tijdelijk te hebben gekwalificeerd, zullen de centrale bankiers nu blij zijn te zien dat het basisinstrument uit hun gereedschapskist erin slaagt de inflatie te kalmeren. De redenering is simpel: men diende ten allen prijze te voorkomen dat de centrale banken hun geloofwaardigheid zouden verliezen en dat een opwaartse trend in de inflatieverwachtingen zou ontstaan. Bij gebrek aan alternatieve maatregelen om de inflatie terug te dringen zoals, opgelegde prijscontroles, de implementatie van een écht concurrentiebevorderend beleid of, minder leuk, besparingsmaatregelen, was het noodzakelijk om de rente te verhogen. Toegegeven, de kerninflatie en de inflatieverwachtingen op middellange termijn zijn vandaag hoger dan 2 jaar geleden, maar we bevinden ons niet in een “nieuw regime” op vlak van prijsveranderingen.

Is het een verrassing dat het nodig was de monetaire schroef dermate aan te spannen alvorens de inflatie eindelijk in de buurt van de 2%-doelstelling kwam? Nee! We wisten dat het rente-instrument minder effectief was bij het type van inflatie dat in de tweede helft van 2021 opdook dan bij “klassieke” vraaggedreven inflatie. Hogere rentevoeten herstellen waardeketens die zijn beschadigd door pandemieën, lockdowns en geopolitieke spanningen niet! De verrassing ligt elders en kristalliseert zich op de arbeidsmarkt. Men zou verwachten dat de plotse toename van de rente tot een markante stijging van de werkloosheid zou hebben geleid. Niets was minder waar! Dat de tewerkstelling zo goed standhoudt is te danken aan verschillende factoren. De matiging van de loonkosten – ondanks de lage werkloosheid zagen werknemers hun lonen aanzienlijk minder snel stijgen dan de consumentenprijzen – heeft zeker geholpen. Er is ook het feit dat de economische groei in bepaalde delen van de wereld, in het bijzonder in de VS, een verbazingwekkende veerkracht toonde. En nog een verrassing: Men zou verwachten dat met de stijgende rente de zorgen over de overheidsfinanciën weer op het voorplan zouden treden en dat daardoor de appetijt voor een matiging in de overheidstekorten zou toenemen. Dit was niet het geval. Maar komt de verwaarlozing van de begroting écht als een verrassing?

Op beleggingsvlak was de rentestijging in 2022 zeer pijnlijk met aandelen en obligaties die zwaar te lijden hadden en vastgoed nog meer. In 2023 is de pijn minder uniform. De aandelenkoersen herstellen maar konden nog niet al het

verloren terrein terugwinnen. Obligaties gingen er merkkelijk minder op vooruit, en de hoop om de verliezen van vorig jaar goed te maken is veel verder weg dan voor aandelen. Tenslotte zonk de vastgoedsector verder weg. Beursgenoteerde vastgoedbedrijven die in twee jaar tijd de helft van hun waarde verloren, zijn niet uitzonderlijk. En dan te bedenken dat sommige vermogensbeheerders hierin 10, 20 of soms zelfs 30% van de portefeuilles van hun klanten belegden!

Dat de rentevoeten nu op of nabij hun hoogtepunt zijn, betekent echter niet dat we alle effecten van de stijging hebben gezien. Bepaalde fenomenen zullen met vertraging een rol spelen. Neem bijvoorbeeld kredietnemers die zichzelf een paar jaar geleden goedkoop konden financieren en die de komende kwartalen en jaren hun krediet aan aanzienlijk minder gunstige voorwaarden zullen moeten hernieuwen. Dat is duidelijk het geval voor de overheid, met serieuze vragen over de houdbaarheid van hun schulden, maar ook voor de private sector, die minder controle heeft over haar inkomsten: de macht van de staat over zijn belastingbetalende burgers is groter dan die van een bedrijf over zijn klanten!

De felle rentestijging zal het economisch-financieel landschap veranderen. Het zal wegen op de investeringsuitgaven – en helaas ook op investeringen om de productieprocessen van bedrijven te vergroenen. Het zal, in relatieve termen, de meest kapitaalintensieve activiteiten benadelen, hetgeen kan wegen op de productiviteit, maar de werkgelegenheid en het milieu ten goede kan komen. Het zal wegen op de vastgoedsector en de impact ervan is nog steeds in belangrijke mate onderschat door de publieke opinie. Het zal zelffinanciering weer in de mode brengen. Het zal de ‘creatieve destructie’ stimuleren: minder efficiënte bedrijven die met een nulrente overleefden gaan ten onder. Dit zal negatieve gevolgen hebben maar ook zorgen voor een betere allocatie van de middelen. Het zal ertoe leiden dat met schulden beladen bedrijven worden gekocht door soortgenoten met een sterkere balans. Het zal bedrijven, die met stijgende financiële kosten worden geconfronteerd, verplichten andere kosten, in de eerste plaats loonkosten, onder controle te houden waardoor er dus duidelijk sprake zal zijn van druk op de lonen en de werkgelegenheid.

We zagen de onmiddellijke financiële gevolgen van de stijgende rente. Nu komen de vertraagde effecten.

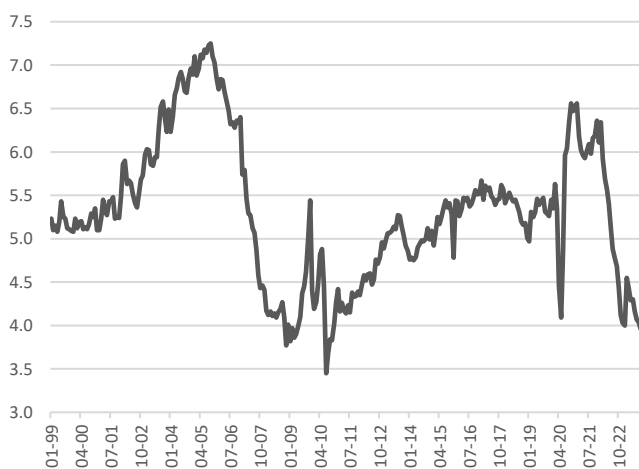
Etienne de Callatay – [etienne.decallatay@orcadia.eu](mailto:etienne.decallatay@orcadia.eu)

## ALLOCATIE & STRATEGIE

### Amerikaanse consument zorgt voor stevige groei...

De economische groei in de VS versnelde in het derde trimester naar 4.9% op jaarbasis (van 2.1% in het 2e kwartaal). Dit was merkbaar beter dan de verwachtingen vooral dankzij de consumentenbestedingen. Deze cijfers bevestigen onze visie dat de Amerikaanse consument vlot blijft besteden. De combinatie van verschillende effecten dragen hiertoe bij: een **wealth effect** dankzij huizenprijzen die na een korte pauze opnieuw stijgen, de **toename van het globaal inkomen** van de gezinnen en de **excess savings**.

Op het eerste zicht lijken stijgende huizenprijzen en het feit dat de financiering van de aankoop van een woning een steeds grotere hap uit het gezinsbudget van de koper neemt onverzoenbaar. De verklaring is dat de overgrote meerderheid van de huiseigenaars hun lening herfinancierde tijdens de spectaculaire rentedaling in de covid-periode en niet geneigd zijn hun woning op vrijwillige basis te verkopen om het (belangrijke) voordeel van de lage rente niet te verliezen. Dat zorgt ervoor dat het aanbod van woningen in elkaar is gestort naar, met uitzondering van enkele maanden tijdens de huizen crisis, het laagste peil in meer dan 25 jaar en er schaarste is ontstaan op de markt. Bijkomend effect is dat door de overweldigende (merkbaar meer dan voorheen) keuze voor vaste rentevoeten van de afgelopen jaren het gemiddelde gezin amper getroffen wordt door de toegenomen hypotheekrente.



Bron: Bloomberg – Verkopen bestaande woningen (in miljoen)

Het globale inkomen van de Amerikaanse gezinnen neemt duidelijk toe door de stijging van het aantal tewerkgestelden in combinatie met hogere lonen. Het afgelopen trimester steeg het aantal nieuwe jobs verder. In september kwamen er 336.000 bij, merkbaar meer dan de verwachting van 170.000 en daarenboven werden eerdere cijfers naar boven bijgesteld. Het cijfer voor oktober was lager dan verwacht. Vraag is of dit een valse noot is of de economie voor het eerst écht de effecten van de stijgende rentevoeten begint te voelen. Door de dalende inflatie stijgen de lonen nu ook in reële termen, hetgeen putten uit de **excess savings** minder noodzakelijk maakt.

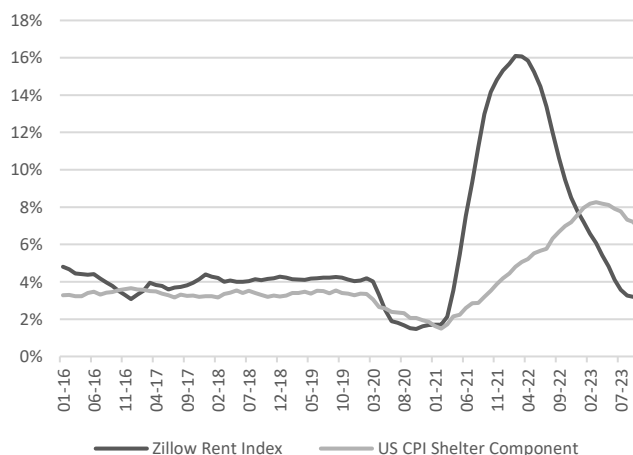
### ... maar de eerste pijnpunten duiken op...

Dit wil niet zeggen dat alles rozengeur en maneschijn is. Er duiken kleinere, maar toch merkbare, **stresssignalen op bij de consumenten met lagere kredietscores**. We hadden het in

september al over de **forse toename van het gebruik van de kredietkaart**. Hoewel het aantal wanbetalers van kredietkaartschulden zeker nog niet verontrustend is, **neemt het duidelijk toe**, vooral bij jongere consumenten. Ook bij de **subprime autoleningen** (deze aan mensen met een slechte kredietscore) nemen de achterstallen snel toe. Desalniettemin kunnen we besluiten dat het eerder onwaarschijnlijk is dat de Amerikaanse economie in een recessie beland zolang de **jobcreatie positief blijft** en de **werkloosheid niet te sterk toeneemt**.

### ... en de inflatie blijft te hoog

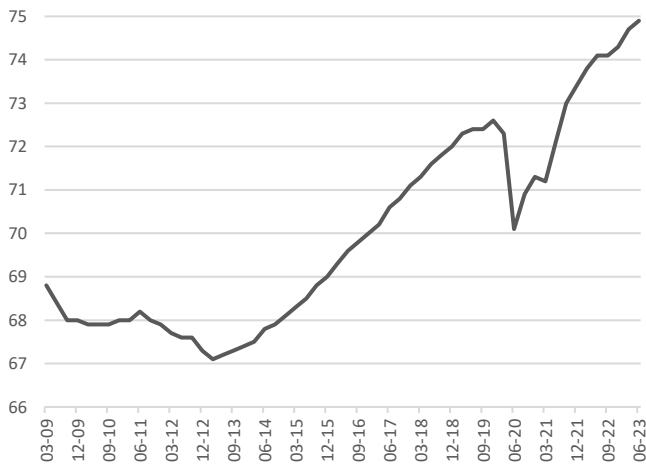
Momenteel bevindt de inflatie in de VS zich nog steeds boven het door de FED gewenste niveau. We mogen hierbij echter niet uit het oog te verliezen dat dit vooral te wijten is aan het **hoge gewicht van de huurprijzen in de index**. De manier waarop deze deelcomponent (US CPI Shelter component in de grafiek) van de inflatie wordt berekend, heeft een sterk vertragend effect aangezien rekening wordt gehouden met alle lopende huurcontracten. Indien enkel rekening wordt gehouden met de nieuwe contracten (zoals in de Zillow Rent Index) dan valt de Core CPI terug naar de doelstelling van de FED.



Bron: Bloomberg, Orcadia – inflatie in huurprijzen

### Helpt de consument een Europese recessie vermijden?

Hoewel de voorlopende indicatoren voor zowel de industrie als de dienstensector niet langer verslechteren, blijven ze duidelijk wijzen op een recessie in Europa. Net als in de VS zou de consument in Europa steun moeten kunnen bieden. We bespraken in september al het vrijkomen van de **excess savings** door de dalende energieprijzen. Daarbovenop komt de sterke toename van de tewerkstelling en lonen die opnieuw sterker stijgen dan de inflatie. De combinatie van beiden zorgt ervoor dat de **koopkracht van de Europese consumenten stijgt**, hetgeen hun bereidheid tot consumeren zou moeten ondersteunen. Dit wordt ook mee bevestigd door de kredietverstrekking aan de gezinnen die, na recent te dalen, opnieuw voorzichtig stijgt. We denken dan ook dat hoewel de kans op een recessie de afgelopen tijd toenam, deze eerder kort en licht van aard zal blijven.



Bron: Eurostat – tewerkstelling in % van beroepsbevolking

### Inflatie in de Eurozone daalt snel

Onze visie dat de inflatie in Europa snel zou dalen bleek de juiste te zijn. **Aangespoord door de sterke deflatie in de energieprijzen tuimelde de inflatie in de eurozone naar 2.9%** (terwijl ze nog 5.2% in augustus bedroeg). Met 4.2% is de core inflatie nog merkbaar hoger maar ons inziens zal deze ook in de goede richting blijven evolueren aangezien de toename van de producentenprijzen (PPI) zowat 0% bedraagt en met andere woorden de opwaartse druk op de consumentenprijzen verdwijnt.

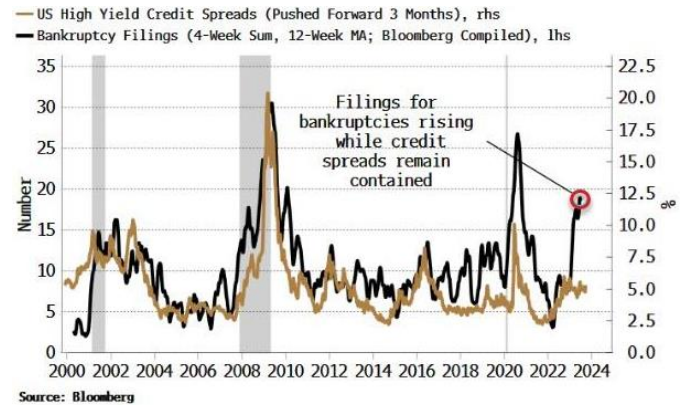
### Chinese economie onder druk door vastgoedproblemen

In China worstelt de economie met té lage inflatie. De headline inflatie is zowat 0% en de core inflatie bedraagt minder dan 1%. Het consumentenvertrouwen kreeg een serieuze knauw door de faillissementen van verschillende projectontwikkelaars, waarvan Country Garden wellicht het meest gekend is. Aangezien vastgoed de meerderheid (> 60%) van de activa van de gezinnen uitmaakt (iets hoger dan in Europa maar dubbel zo hoog dan in de VS) en zowat iedereen ofwel direct getroffen is ofwel kennissen heeft in die situatie, is het **onwaarschijnlijk dat het consumentenvertrouwen snel zal herstellen zonder duidelijke ondersteunende maatregelen van de overheid. De huidige maatregelen lijken ons nog steeds te timide.**

### Rente stabiliseert in Europa en de VS

Na de rente in september op te trekken naar 4% hield de ECB ze stabiel in oktober. De FED behield haar niveau van 5.25% - 5.5%. **Tenzij de economie onverwachts sterk zou aantrekken lijkt de top in deze rentecyclus bereikt.** Wellicht zullen de ECB en de FED een afwachtende houding aannemen. Door de sterke daling van de inflatie en de duidelijk toegenomen kans op een recessie in de eurozone, **denken we nu dat de ECB voor de FED de rente zal verlagen.** De afgelopen weken was de langtermijnrente bijzonder volatiel. We zouden van eventuele pieken gebruik maken om bijkomend in obligaties te beleggen

omdat we denken dat **de langtermijnrente ook op of dicht bij haar top zit. We verkiezen staatsobligaties aangezien deze een contragewicht zullen zijn indien ons macro-economisch scenario te optimistisch zou blijken te zijn.** Dit zou een flight to quality veroorzaken, hetgeen vooral de meest kredietwaardige landen ten goede zal komen. Dat is ook de reden waarom we voorzichtig blijven in bedrijfsobligaties en high yield obligaties in het bijzonder. We prefereren risico te nemen in aandelen in plaats van high yield obligaties. Indien onze macro-economische visie correct is, zullen aandelen duidelijk het best presteren van de twee. Indien de economie minder zou groeien dan verwacht is het zeer waarschijnlijk dat het aantal faillissementen zal toenemen en de huidige (lage) spread meer richting het toenemend aantal faillissementen zal evolueren.



Bron: Bloomberg – faillissementen tov US High yield spreads

### Aandelen licht overwegen

**In aandelen behouden we onze beperkte overweging gezien ons gematigd positief scenario.** Hoewel de Europese economie duidelijk vertraagt (en dit ook te merken valt in de reeds gepubliceerde winstcijfers) zouden we Europese aandelen niet sterk onderwegen. De waarderingen liggen immers in lijn met hun langetermijngemiddelde en zijn zelfs relatief aantrekkelijk tegenover de reële lange-termijn rente die – ondanks de recente stijging – vanuit een historische perspectief aan de lage kant blijft. In de VS is er dit jaar een duidelijke dichotomie tussen de “giganten” en de rest van de markt. Small en Midcaps (vb Russel 2000 index) zijn eerder goedkoop te noemen (waardering in het eerste kwartiel) en kunnen stapsgewijs in een gespreide portefeuille opgenomen worden. De zeer grote kapitalisaties zijn dit niet, maar we mogen hier niet vergeten dat het vaak sterk groeiende quasi-monopolisten zijn en dat beleggers bereid zijn meer te betalen voor dat soort bedrijven als groei schaarser wordt. We zouden ze dan ook zeker niet te sterk onderwegen.

Günter Van Rossem – [gunter.vanrossem@orcadia.eu](mailto: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](mailto:info@orcadia.eu)

Verantwoordelijke uitgever: Geert De Bruyne – [Geert.Debuyne@orcadia.eu](mailto: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.