

MACRO-ECONOMISCHE CONTEXT: Inflatie, een opgeblazen vrees ?

Zal inflatie weer over de tongen gaan op de wekelijkse markt... en op de financiële markten? Het is, samen met de middellangetermijneffecten van de massale economische steun op de overheidsfinanciën, het grote economisch vraagstuk van het moment.

We zouden hier graag een eenduidig antwoord op willen geven, maar dit is spijtig genoeg niet mogelijk. Er zijn immers zowel elementen die voor als elementen die tegen een duidelijke inflatieversnelling pleiten.

Gelukkig is op beleggingsvlak de te volgen visie wel duidelijk. We eindigen daarmee.

Versnelling van de inflatie

Dat het vooruitzicht op een stijgende inflatie, na jaren in een vergeethoekje te hebben gezeten, terug op het voorplan komt, is het gevolg van meerdere effecten veroorzaakt door de Covidcrisis. Het belangrijkste argument is de stijging van de productiekosten: gezondheidsmaatregelen, voorraadopbouw en -diversificatie, grondstofprijzen, flessenhalzen in halffabricaten, milieufiscaliteit op een aantal geïmporteerde producten, handelsbelemmeringen, terugkeer van werknemers van buitenlandse oorsprong naar hun land van herkomst, ...

Het tweede argument is de extreem soepele monetaire politiek. De achterliggende redenering is niet nieuw. Een op volle toeren draaiende geldpers verhoogt het aanbod niet en zorgt dus voor hogere prijzen. Toegegeven, deze "monetaristische" visie botst met de empirische vaststellingen, want de centrale banken zijn al zowat een decennium meer dan genereus, maar het is niet uitgesloten dat het effect toch zou spelen, zij het met vertraging. Des te meer omdat de centrale banken er naar aanleiding van de pandemie nog een "dikke schep bovenop deden". Centrale banken zijn ook asymmetrische in hun voorkeur: ze verkiezen een versnellende inflatie boven een stagnerende economie.

Het derde argument is de budgettaire politiek, in het bijzonder in de VS. De impuls die aan de economie werd gegeven overstijgt volgens sommige zeer goede economen zoals Larry Summers en Olivier Blanchard de productiecapaciteit van de economie. Dit zou leiden tot een oververhitting van de economie met als gevolg een stijging van de grondstofprijzen en alle inputfactoren, lonen inbegrepen.

En er zijn nog andere argumenten. Zo zal Covid zorgen voor minder concurrentie, omwille van faillissementen, overnames waarbij competitievaardigheden zich als een schoothondje gedragen, handelsbelemmeringen en toenemend nationalisme, en wie minder concurrentie zegt, zegt stijgende prijzen. Daarnaast is er de maatschappelijke druk voor het herwaarderen van de lonen in bepaalde sectoren, in het bijzonder in de gezondheidszorg, of voor het verhogen van de minimumlonen. Dit zou kunnen leiden tot een domino-effect waardoor de prijzen en de lonen verder stijgen. Citeren we ten

slotte nog de neiging van de overheden om de manier waarop inflatie wordt berekend te herzien. Deze herziening, met een hoger gewicht voor huisvestingskosten, zorgt voor hogere officiële inflatiecijfers.

De tegenargumenten

Er bestaan verschillende argumenten om de verwachte omvang van de inflatieversnelling te minimaliseren.

De zogenaamde "output gap", het verschil tussen capaciteit en productie, wordt onderschat want ze houdt geen rekening met het "reserveleger" in de arbeidsmarkt en de productiviteitswinsten die, in het bijzonder dankzij digitalisatie, kunnen worden gerealiseerd. De druk op de lonen zou beperkt moeten blijven omdat niet alleen "hier" werknemers opnieuw op de arbeidsmarkt kunnen komen maar ook omdat, dankzij homeworking en digitalisatie, er een toenemende concurrentie ontstaat tussen werknemers van "hier" met werknemers van "elders".

De geschiedenis leert ons dat de stijging van de grondstofprijzen meestal tijdelijk is aangezien ze zelf-corrigerend is: hoge prijzen zetten aan om het aanbod te verhogen, om zuiniger te zijn en om alternatieven te vinden. Door de – wenselijke – hogere belastingen op fossiele energie zal de prijs vóór belasting hiervan dalen net zoals de kostprijs van de hernieuwbare energie.

Centrale banken zullen er zich tenslotte voor hoeden met vuur te spelen. Ze zijn een beetje inflatie niet ongenegen omdat het de duurzaamheid van de overheidsfinanciën en dus ook van haar schuldeisers, de banken, ten goede zou komen. Gezien hun mandaat financiële stabiliteit omvat, willen ze dit in overweging nemen, maar tegelijkertijd willen ze vermijden dat de inflatieverwachtingen niet langer "verankerd" zouden zijn. Des te meer omdat inflatie niet de enige manier is om de duurzaamheid van de overheidsfinanciën te verzekeren.

Beleggingsstrategie

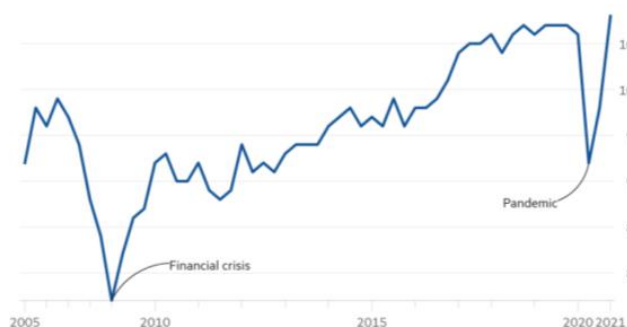
Op basis van de pro en contra's denken we dat er een niet te onderschatten kans bestaat op een versnellende inflatie. Desalniettemin dienen we ons te hoeden voor een eenzijdig discours dat tegelijkertijd simplistisch en lichtvaardig zou zijn. Op beleggingsvlak daarentegen zijn de zaken duidelijker. Het is mogelijk om de inflatiegevoeligheid van een portefeuille te verminderen door "klassieke" obligaties deels te vervangen door activa die inflatieongevoelig zijn, in het bijzonder door zogenaamde geïndexeerde obligaties. Op vandaag lijkt de verzekeringspremie die hiervoor gevraagd wordt in Europa ons redelijk: Het volstaat dat dat de inflatie 1.5% per jaar bedraagt opdat geïndexeerde obligaties het beter zouden doen dan "klassieke" obligaties over een looptijd van 10 jaar.

ALLOCATIE & STRATEGIE

Economie kom op toerental ...

De mondiale economie lijkt nu echt wel goed op toerental te komen en de afgelopen tijd zagen we **verschillende internationale organisaties hun cijfers verder opwaarts herzien**. Dit is mede te danken aan de generositeit van de overheden in de westerse wereld die de economie blijven ondersteunen. De Biden-stimulus van begin dit jaar wordt nu pas echt zichtbaar in de cijfers in de VS. De bijkomende hervormings- en investeringsplannen die Biden probeert door te drukken zullen – zelfs indien ze maar gedeeltelijk goedgekeurd worden – de Amerikaanse economie verder stimuleren. In Europa vertaalt de “Green Deal” zich langzaam in meer concrete projecten, die de economische groei verder zullen aanwakkeren.

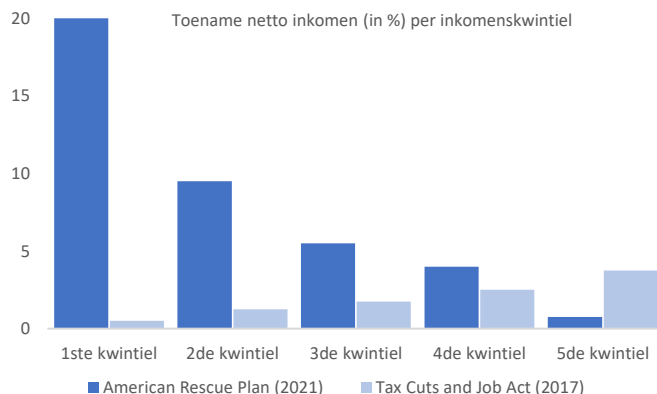
Door de toenemende vaccinatiegraad in zowel de VS als Europa begint de wereld zich opnieuw te normaliseren, op zijn minst in het Westen. Dit vertaalt zich in een **consument die wereldwijd in jaren niet zo positief gestemd was**.



Bron: The Confidence Board - Global consumer confidence

... en draait op alle motoren tegelijkertijd

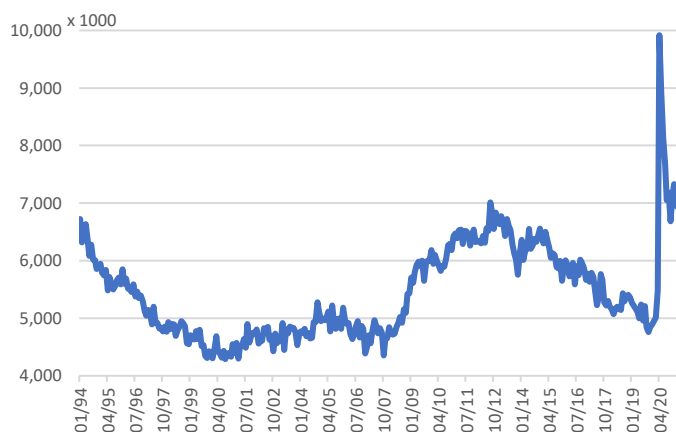
Uit de PMI-enquêtes blijkt dat **bedrijven ook optimistisch** zijn. In tegenstelling tot de periode na de financiële crisis, voegen bedrijfsleiders ook de daad bij het woord en zien we een **merkelijke toename van de bedrijfsinvesteringen** om aan de verwachte vraag te voldoen. Door de combinatie van motoren die al op volle kracht draaiden (centrale banken en overheidsbestedingen) en het op toeren komen van de private bestedingen (bedrijven en consument), zal de wereldeconomie door alle drie de motoren tegelijk gestuwd worden, hetgeen eerder uitzonderlijk is. **De kans is daarenboven groot dat de economische bijdrage van de consumentbestedingen bovengemiddeld in omvang en duur zal zijn** omdat de zogenaamde “*excess savings*” (gewenst of verplicht bijkomend sparen) in 2020 opliepen tot zowat 4% van het BNP in de Eurozone en zelfs bijna 8% in de VS. Daarenboven komt dat – in tegenstelling tot Trump’s *Tax Cut and Jobs Act* van 2017 – Biden’s *American Rescue Plan* vooral de minder begoede sociale klassen ten goede komt waarvan geweten is dat ze – in tegenstelling tot rijkere Amerikanen – het overgrote deel van het bijkomend inkomen consumeren.



Bron: Tax Policy Center

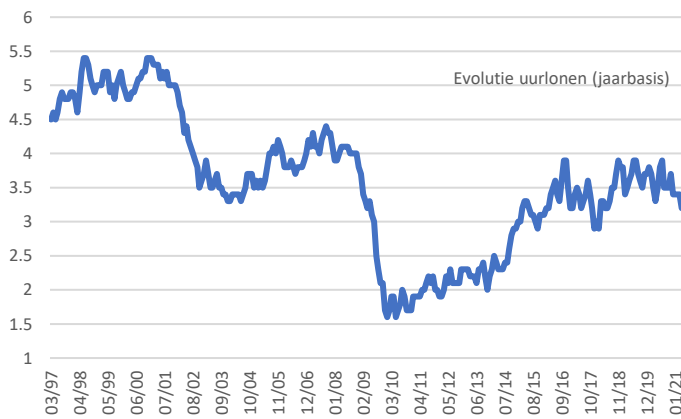
... maar de FED zal het monetair beleid nog niet normaliseren

De hamvraag op dit moment is of de Amerikaanse centrale bank, gezien de goede economische vooruitzichten en de toenemende inflatie, haar monetair beleid op korte termijn zal normaliseren. Een deel van het antwoord kunnen we vinden in de **verschuiving** vorig jaar van de **prioriteit** in het **dubbelmandaat van de FED van de inflatiedoelstelling naar tewerkstellingsdoelstelling**.



Bron: US Bureau of Labor Statistics - Not in labor force but want a job

Aangezien het aantal mensen dat op zoek is naar een job nog altijd zeer hoog is en er, met uitzondering van bepaalde sectoren zoals de horeca, geen sprake is van een gegeneraliseerde toename van de loondruk, blijft de **FED** naar alle waarschijnlijkheid de **economie verder ondersteunen met een soepel monetair beleid**.



Bron: Atlanta FED



Bron: Bloomberg

Daarenboven beschouwt de FED de huidige inflatieopstoot als voorbijgaand en evalueert ze sinds vorig jaar haar inflatiedoelstelling van 2% over een cyclus in plaats van op een bepaald tijdstip. Hoewel in de komende maanden wellicht de \$120 miljard aan maandelijkse aankopen van staatsobligaties stapsgewijs zullen worden afgebouwd (de zogenaamde “tapering”), zal het inziens nog **geruime tijd** duren **alvorens de kortetermijnrentevoeten** opgetrokken, laat staan **genormaliseerd, zullen worden.**

... in de Eurozone is dit al helemaal voorbarig

In de eurozone lijkt het ons al helemaal voorbarig om over een normalisatie van het rentebeleid te spreken aangezien de economische groei pas net écht begint aan te trekken en de inflatiedoelstelling van 2%, zelfs ondanks het basiseffect van de prijsdalingen van vorig jaar, amper gehaald wordt. Het valt te verwachten dat de **kortetermijnrentevoeten nog zeer geruime tijd zeer laag of zelfs negatief zullen blijven.**

Voorzichtigheid aangewezen in obligaties ...

Hoewel we ons niet verwachten aan sterk oplopende langetermijnrentevoeten valt enige opwaartse druk in de komende maanden – zeker indien de economie positief zou blijven verrassen – niet uit te sluiten. **Een onderweging in obligaties is dan ook aangewezen, zeker omdat hun koopkracht in de komende periode versneld zou kunnen worden uitgehold door oplopende inflatie.** We pleiten er voor om een **significant deel van de obligatieallocatie aan te houden in inflatiegelinkte obligaties.** Dit type van obligaties beschermt zowel de hoofdsom als de coupons tegen oplopende inflatie. De impliciete inflatie, of met andere woorden het verschil in rente tussen een “klassieke” obligatie en een inflatiegelinkte obligatie met een gelijkaardige looptijd is inziens niet overdreven.

De kostprijs van een verzekering tegen een onverwacht forse toename van de inflatie blijft met andere woorden beperkt.

... maar aandelen verdienen een lichte overweging

De kracht van de aantrekkende economie verraste het merendeel van de analisten. **De gepubliceerde cijfers in zowel de VS als de Eurozone waren significant beter dan verwacht.**

	Omzetgroei		Winstgroei	
	Verwacht	Gerealiseerd	Verwacht	Gerealiseerd
VS	7.0%	10.9%	27.5%	50.3%
Europa	4.3%	5.2%	108.7%	126.4%

Bron: Bloomberg

Dit zal er voor zorgen dat in de komende maanden de winstverwachtingen naar boven zullen worden herzien, waardoor de waarderingen iets redelijker zullen worden. In combinatie met laagblijvende nominale rentevoeten en reële rentevoeten die wellicht zelfs zullen dalen, zorgt dit ervoor dat **de kans op een significante correctie beperkt** blijft en dat een **lichte overweging in aandelen aangewezen** is. Indien de aandelenmarkt – bij voor de rest onveranderde omstandigheden – toch zou corrigeren, dan vormt dit een goede opportuniteit om bijkomend het aandelengewicht binnen een portefeuille op te trekken. Op regionaal vlak zouden we – aangezien het wereldwijd relatief goed gaat – de afwijkingen beperkt houden, hoewel een lichte overweging van Europa en de Emerging Markets te overwegen valt.

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.