

## MACRO-ECONOMISCHE CONTEXT: Lang leve bepaalde problemen!

Het is juist omdat het goed gaat met de economie dat we bepaalde problemen ervaren, zoals tijdelijke tekorten, en niet dat het slecht zal gaan met de economie omdat we met deze problemen geconfronteerd worden. Dat was onze optimistische boodschap twee maanden geleden. Onder de titel "Gevolg en oorzaak niet verwarren" bespraken we deze tekorten, net zoals de maatregelen die China nam om haar economie te herreguleren. Dit optimisme werd niet direct gedeeld, getuige de daling op de beurzen in september, maar in oktober gingen ze er dan weer goed op vooruit.

### China

Onze visie op de restrictieve maatregelen in China is de afgelopen twee maanden onveranderd gebleven. Dat de autoriteiten dergelijke maatregelen "die tegen de haren instrijken" durven nemen, is omdat ze niet alleen overtuigd zijn van hun nut, maar ook van de onderliggende kracht van de Chinese economie of, bij gebrek daaraan, van de capaciteit te terug te stimuleren indien de maatregelen in kwestie té negatieve gevolgen zouden hebben.

In plaats van ons zorgen te maken over de moeilijkheden waarmee het vastgoedbedrijf Evergrande te kampen heeft, zijn we van mening dat dit het gevolg is van het aanscherpen van gezonde maatregelen. Het is goed dat China eindelijk de snelle groei van de particuliere schuld durft aan te pakken, een groot risico waar het IMF al jaren de aandacht op vestigt. Het is beter nu de prijs te betalen, door middel van een min of meer gecontroleerd faillissement, dan de zeepbel in residentieel vastgoed verder op te blazen. De schade die het onvermijdelijke uiteenspatten ervan zou veroorzaken is immers vele malen groter.

Hier kunnen we verwijzen naar de, bij monetaire beleidsmakers beroemde, uitspraak van William McChesney Martin, voorzitter van de Federal Reserve, de Amerikaanse centrale bank, van 1951 tot 1970. Hij zag de FED als "*de chaperon die de opdracht geeft om de punchbowl te verwijderen als het feestje goed op gang begint te komen*". Een ander beeld schiet te binnen: zand in de raderen gooien is de weg van het minste kwaad indien de machine op hol dreigt te slaan.

### Energieprijzen

De inflatie versnelde de afgelopen maanden merkkelijk, omhooggetrokken door hogere prijzen voor gas, olie en elektriciteit. We dienen natuurlijk de koopkracht van diegenen met een lager inkomen te vrijwaren, maar deze stijging van de energieprijzen is tegelijkertijd een gevolg van iets positiefs en een verplichte overstap die we als existentieel durven bestempelen. Het positieve is de kracht van het economisch herstel, waarbij de wereldwijde bedrijvigheid het pre-pandemische niveau overschrijdt. De verplichte overstap is

natuurlijk deze van het verminderen van ons energieverbruik en het ontwikkelen van hernieuwbare energiebronnen.

Toegegeven, de milieutransitie verloopt natuurlijk ook via andere kanalen, zoals informatie, bewustmaking of technologische vooruitgang, maar de rol van relatieve prijzen als economisch basismechanisme blijft fundamenteel. Door een hogere prijs voor fossiele energie versterken we de prikkel om onze huizen beter te isoleren, lokaal te produceren en te consumeren, producten en productieprocessen minder energie-intensief te maken, de levensduur van de ingekochte goederen te verlengen en ook te investeren in nieuwe, duurzame, technologieën.

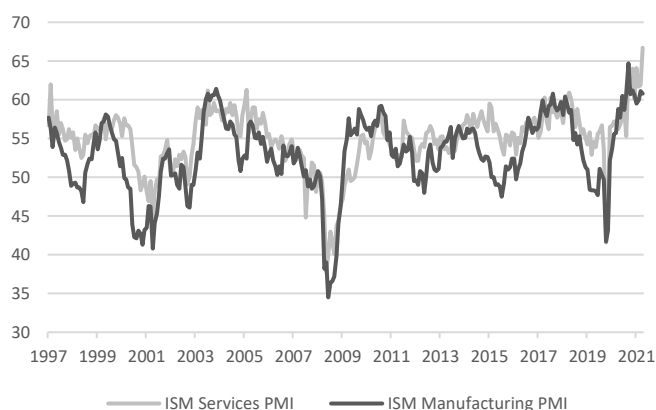
De prijs van fossiele brandstoffen wordt beïnvloed door drie milieu-parameters. De eerste is de afname van investeringen in de sector. De meest recente World Energy Outlook van het International Energy Agency herbevestigt dat om de dubbele doelstelling van netto nul-emissies tegen 2050 en het beperken van de opwarming van de aarde tot 1,5 °C te behalen, er geen nieuwe ontwikkeling in fossiele brandstoffen mag komen. Olie- en gasbedrijven lopen hierdoor nu het risico op "*stranded assets*", activa die ze niet meer kunnen gebruiken alvorens ze zijn afgeschreven. Deze eerste parameter zal het aanbod beperken, maar een tweede zal juist in de tegenovergestelde richting werken. Als u een land bent met olie- of gasreserves, zal het vooruitzicht dat deze nog maximaal 30 jaar geëxploiteerd kunnen worden ervoor zorgen dat u zo veel mogelijk zal produceren zo lang het nog mogelijk is. Dit zal het nog moeilijker maken om de discipline van de productiequota binnen de OPEC te handhaven. De derde parameter is belasting van het type "vergunning tot vervuiling" of CO2-taks, die de vraag zal doen dalen. Ons scenario is dat de energieprijzen voor de gebruiker moet en zal stijgen, maar dat hetgeen de producent ontvangt onder druk zal komen te staan. Even ter zijde: deze stijging van de energieprijzen is dubbel voordelig voor de overheid aangezien ze voor extra belastingen zorgt en de overheidsschuld in reële termen doet dalen.

Om misverstanden te vermijden: de geruststellende bovenstaande analyse die veel waarnemers op vandaag zorgen baart, met name de groeivertraging als gevolg van de beslissing door China om haar haar economie af te remmen en de versnelling van de inflatie, een cocktail die doet denken aan de "stagflatie" van de jaren 70, wordt niet gemotiveerd door de wil om origineel te zijn of door blind optimisme. Neen, achter niet elk slecht nieuws zit goed nieuws verborgen! Een rationeel onderzoek is nodig voor elke risicofactor. Op dit moment is voor zowel China als voor de energie de uitslag van dit onderzoek geruststellend.

## ALLOCATIE & STRATEGIE

### Westers producentenvertrouwen op topniveaus ...

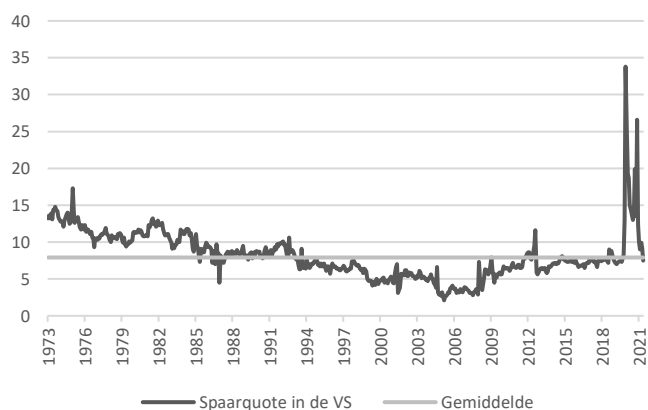
De macro-economische indicatoren blijven goed georiënteerd. Zowel in de Eurozone als in de VS scheert het **producentenvertrouwen** zeer hoge toppen. In de Eurozone staan we **hoger dan de pieken die we de afgelopen 40 jaar bereikten** en in de VS behaalt de voorlopende **ISM Services** indicator het **hoogste niveau sinds de creatie ervan zowat 25 jaar geleden**. En hoewel de ISM-manufacturing indicator de afgelopen maanden wat terugviel staan we nog steeds op een niveau dat overeenstemt met vroegere toppen.



Bron: Bloomberg

### ... net zoals het consumentenvertrouwen...

Ook de consument blijft van vertrouwen blaken. Dat hij zijn goederen en diensten duurder betaalt lijkt hem voorlopig niet te veel te deren. De combinatie van hogere huizenprijzen en het bijhorende “wealth effect” en het feit dat het zeer makkelijk is om een nieuwe job te vinden zorgde voor een **normalisatie van de spaarquote**.

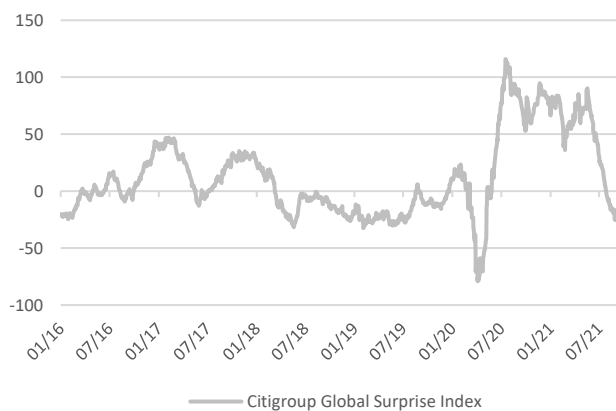


Bron: Bloomberg, Orcadia AM

De terugkeer naar de norm impliceert meteen ook dat de zogenaamde “**excess savings**”, die opgebouwd werd tijdens de pandemie, nog **niet echt aangesproken** werden. JP Morgan schat dat deze spaarpot zowat 7% van het BNP bedraagt in de Eurozone en in de VS zelfs ongeveer 12%. Het lijkt waarschijnlijk dat hij in de komende kwartalen op zijn minst gedeeltelijk zal worden besteed. Dit in combinatie met noodzaak om de sterk geslonken voorraden (zowel in Europa als de VS) terug op te bouwen zal ervoor zorgen dat de **economie ook in de volgende trimesters sterk zal presteren**. Dit zal bedrijven dan weer aanzetten om te investeren, iets dat ze het afgelopen decennium té weinig deden.

### ... maar lossen verwachtingen niet in

Dat desalniettemin de **gepubliceerde macro-economische cijfers onder de verwachtingen bleven heeft** ons inziens met twee dingen te maken.

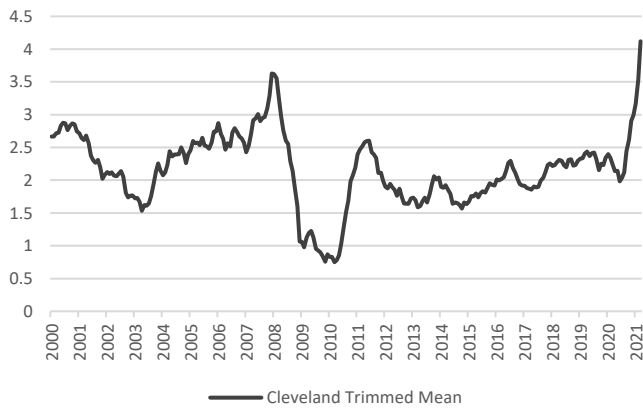


Bron: Bloomberg

Ten eerste het feit dat **economen**, na maanden achter de feiten te hebben aangelopen, wellicht iets **te optimistisch** waren geworden en ten **tweede de aanbodproblemen** waarmee de economie geconfronteerd wordt. Deze waren al een tijdje aanwezig maar de heropflakking van de pandemie doet er vanzelfsprekend geen goed aan. Een recente studie van de Amerikaanse CDC (Center for Disease Control) stelt dat niet-gevaccineerden 5 keer meer kans hebben om Corona op te lopen en bijna 30 keer meer kans hebben in het hospitaal te belanden. In de westerse wereld, waar de vaccinatiegraad hoog tot zeer hoog is, lijkt een nieuwe lockdown zeer onwaarschijnlijk waardoor de vraag dus op peil blijft. In Azië, waar het merendeel van de in het westen geconsumeerde producten geproduceerd worden, is de vaccinatiegraad een pak lager waardoor het aanbod dus wel verstoord wordt. Deze **bottlenecks hebben een duidelijke invloed op de groei**. In Frankrijk en Italië nam het BNP in het derde trimester met respectievelijk met 3 en 2.6% toe, terwijl de groei in Duitsland, waar de productie van goederen – denken we maar aan de automobielnijverheid – en de export zwaarder doorweegt in de economische activiteit, met 1.8% merklijk lager lag.

### De inflatie loopt op...

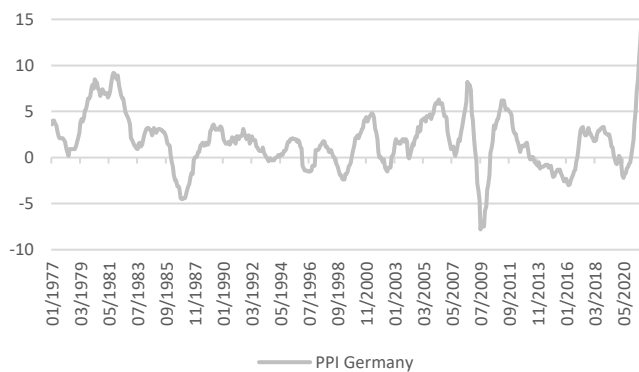
Een sterke vraag die botst op een beperkt aanbod is een recept voor hogere inflatie. Het is dan ook weinig verwonderlijk dat deze de afgelopen maanden duidelijk opliep, mede omdat de consument bereid was de hogere prijzen te betalen. **In de eurozone stegen de consumentenprijzen met zowat 4% op jaarbasis en in de VS zelfs met meer dan 6%. Tot voor kort konden deze stijgingen verklaard worden door exceptionele – en dus logischerwijs tijdelijke – fenomenen** (bij voorbeeld de prijs van hout die meer dan verdubbelde, tweedehandswagens wiens prijs explodeerde door een tekort aan nieuwe wagens). **Dit is niet langer het geval**. Zoals af te lezen valt uit de grafiek – die de gemiddelde prijsevolutie weergeeft zonder rekening te houden met de extremen (8% langs beide zijden) – zijn de prijsstijgingen zich aan het veralgemenen.



Bron: Cleveland Federal Reserve

### ... ook bij de producentenprijzen...

Ook de producentenprijzen stijgen sterk zowel in Europa als in de VS. In Duitsland gingen ze er sinds 1977 zelfs nooit zo sterk op vooruit.



Bron: Bloomberg

### ... maar voorlopig geen sprake van een inflatiespiraal

De combinatie van de stijging van de producenten- en consumentenprijzen kan aanleiding geven tot **vrees dat de inflatie uit de hand zou kunnen lopen**. Deze angst lijkt ons **momenteel ongegrond**. Ten eerste omdat een **aantal basiseffecten als anker beginnen te werken**: sinds kort beginnen de prijzen van transport en energie, na hun zeer sterke stijging, te stabiliseren of zelfs licht te dalen. Iets vergelijkbaar zien we bij de industriële metalen. Daarnaast – en veel belangrijker – is er op vandaag **geen sprake van een loon-inflatiespiraal**. Het valt weliswaar niet te ontkennen dat in de VS de lonen toenemen maar (voorlopig) stijgen ze niet sneller dan hetgeen we in de afgelopen jaren zagen.



Bron: Bloomberg

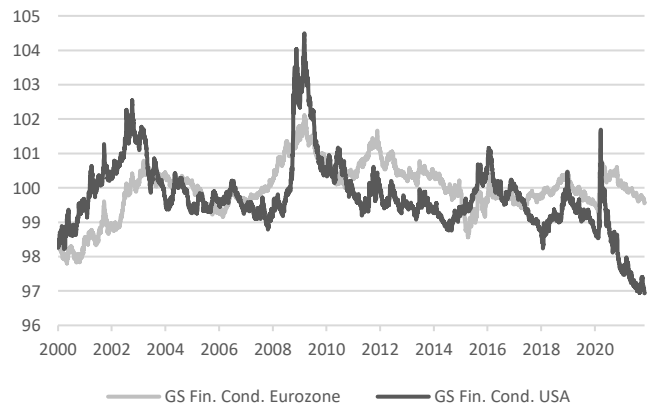
In Europa zien we een gelijkaardig beeld: in Duitsland eisten de vakbonden een gemiddelde loonsverhoging van 5% maar namen uiteindelijk met gemiddeld 2.3% genoegen. Het is duidelijk dat werknemers aan beide zijden van de Atlantische oceaan er van uitgaan dat de inflatie terug zal normaliseren. Economen verwachten iets gelijkaardigs: tegen 2023 zou de inflatie zowat 1.5% bedragen in de eurozone en iets meer dan 2% in de VS.

### De FED kondigt de "tapering" aan...

Door de toename van de inflatie had J. Powell, de voorzitter van de Amerikaanse centrale bank, in september al laten verstaan dat een **"tapering" (afbouw) van de QE** er zat aan te komen. Het nieuws dat vanaf november de aankopen van obligaties elke maand met \$15 miljard (\$10 miljard staatsobligaties en \$5 miljard MBSen, obligaties gegarandeerd door hypotheekleningen) zal afnemen om midden volgend jaar volledig uit te doven kwam dan ook **niet als een verrassing**. Powell hield daarenboven een slag om de arm door te stellen dat de FED indien nodig kon **"versnellen of vertragen"**. Uit de notulen werd ook duidelijk dat de FED de huidige kortetermijnrentevoeten zal behouden tot de maximale tewerkstelling en een inflatie van 2% doorheen de tijd bereikt is. Op basis van de verwachtingen van de FED-gouverneurs (de zogenaamde DOT-plot) zou de kortetermijnrente eind 2023 op amper 1% uitkomen, hetgeen vanuit een historisch perspectief zeer laag blijft.

### ... in de eurozone lijkt een renteverhoging ver weg

In de eurozone lijkt een monetaire verstrakking door de ECB nog verder weg. Op basis van de Financial Conditions Index berekend door Goldman Sachs kunnen we besluiten dat – **in tegenstelling tot de VS – er minder nood is om de teugels te verstrakken**.



Bron: Bloomberg

Daarenboven komt dat een te **bruuske afbouw van de QE een significante toename van de landenspreads zou kunnen veroorzaken**, iets dat de ECB liever niet ziet gebeuren. Tenslotte zorgt de recent aangepaste monetaire strategie voor een drievoudig slot van voorwaarden op een renteverhoging: de inflatie moet volgens het studie bureau van de ECB binnen het anderhalf jaar boven de 2% uitstijgen en moet daar ten minste 18 maanden blijven. Daarnaast moet de "onderliggende" inflatie, die de meer volatiele energie en voedselprijzen uitsluit, ook voldoende dicht bij de doelstelling van 2% uitkomen. Op dit moment lijkt het dan ook uitgesloten dat de ECB haar collega's uit Noorwegen en Canada zal volgen.

## Obligaties blijven onderwegen...

Recentelijk stegen de rentevoeten in de eurozone enigszins en was er ook een **toename van de landenspreads**, in het bijzonder in Italië. Een verdere beperkte stijging valt niet uit te sluiten maar een **sterke toename lijkt weinig waarschijnlijk**, mede omdat de ECB een zeer soepel beleid zal blijven voeren. Portefeuilles die zeer sterk onderwogen zijn in obligaties kunnen van deze rentestijging gebruik maken om Italiaanse staatsobligaties op te pikken. **Desalniettemin blijft een onderweging in obligaties zowel qua gewicht als qua gemiddelde looptijd aangewezen.** De recente stijging van de reële rente, die echter nog steeds zeer duidelijk negatief blijft, kan aangewend worden om inflatiegelinkte obligaties aan te kopen. Indien het inflatiescenario onverwacht zou wijzigen dan zullen ze beschermen tegen een forse inflatieopstoot. **Binnen het obligatiegedeelte blijven we kiezen voor staatsobligaties** aangezien het extra rendement geboden door bedrijfsobligaties en in het bijzonder high yield obligaties te mager is om het bijkomend risico te verantwoorden.

### ... en aandelen overwegen

**Aandelen** blijven ons inziens de **meest aangewezen activaklasse** op dit moment, mede door de onaantrekkelijkheid van de alternatieven. Een voldoende gespreide portefeuille zou op zijn minst een belangrijk deel van de inflatie op middellange termijn moeten kunnen compenseren. Bij de publicatie van de resultaten van het derde trimester gaven bedrijfsleiders aan dat ze niet te veel problemen hebben om de gestegen inputkosten door te rekenen aan hun klanten. De **markante toename van het verschil in prijsstijgingen en loonstijgingen**, hetgeen een ruwe schatting is van de evolutie van de brutomarge, **laat verhopen** dat, net zoals de afgelopen trimesters, **de winsten positief zullen blijven evolueren.**



Bron: JP Morgan

Door de **sterke toename van de bedrijfswinsten** werden **aandelen** sinds het begin van het jaar, ondanks de goede prestaties van de markten, **goedkoper in plaats van duurder.** De combinatie van al deze elementen laat ons besluiten dat een beperkte overweging in aandelen nog steeds aangewezen is. Bij een correctie kan – bij voor de rest onveranderde omstandigheden – het aandelengewicht verder opgetrokken worden. De huidige relatief **beperkte volatiliteit** van aandelen maakt de aankoop van **put-opties een interessante piste om de portefeuille te beschermen tegen een tussentijdse correctie**, iets dat gezien de quasi onafgebroken stijging van het afgelopen jaar niet uit te sluiten valt.

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.Debruyne@orcadia.eu](mailto:Geert.Debruyne@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.