

MACRO-ECONOMISCHE CONTEXT: Het dilemma van de centrale banken

Moeten zowel de ECB als de Amerikaanse FED hun rentevoeten verlagen? En zo ja, aan welk tempo? Eind 2023 leek het evident dat het monetaire beleid snel en sterk zou versoepelen aangezien het spookbeeld van aanhoudende inflatie was verdwenen. Vandaag is de overheersende visie anders. De verwachting is dat er inderdaad een versoepeling aankomt - in de eurozone is een eerste, zeer bescheiden aanzet al gegeven - maar in een veel gematigder tempo dan 9 maanden geleden werd verwacht. De reden voor deze belangrijke inflexie is dubbel: de inflatie vertoont tekenen van weerbarstigheid en de Amerikaanse economie glijdt niet af naar een recessie die, gezien de hogere rentevoeten, als onvermijdelijk werd beschouwd. Waarom de rente verlagen als de economische activiteit relatief goed standhoudt en de inflatie nog niet onder de drempel van 2% is gezakt, waarop de centrale banken zich focussen?

Wat brengt ons de toekomst? Het antwoord op deze vraag is van primordiaal belang in de beleggingsstrategie. De minst slechte aanpak is uit te gaan van een zekere rationaliteit – hoewel we weten dat dit op de financiële markten lang niet altijd van toepassing is – en de voor- en nadelen van een meer of minder soepel monetair beleid te evalueren, hen een gewicht te geven en zo tot een scenario te komen. De synthese van dit proces vindt u hieronder.

Voor een snelle rentedaling

Het eerste argument voor een merkelijke verlaging van de officiële korte-termijn rente is de toestand van de economie. Toegegeven, de Verenigde Staten zijn, ruimschoots, ontsnapt aan de zo vaak aangekondigde recessie en de arbeidsmarkt blijft aan beide zijden van de Atlantische Oceaan in goeden doen, maar de voorlopende indicatoren zijn minder rooskleurig. In België, een interessante kleine microkosmos, blijkt uit een enquête van Voka, de Vlaamse werkgeversorganisatie, dat slechts 13% van de ondervraagde bedrijfsleiders de economische situatie positief inschat, terwijl de helft negatief of zelfs zeer negatief is. Tot op heden lijken de oplopende inflatie en de stijging van de rentevoeten tussen 2021 en 2023 de economieën van de geïndustrialiseerde landen niet te veel pijn berokkend te hebben, maar men dient rekening te houden met een zeker vertragingseffect.

Het tweede argument heeft betrekking op de inflatie. Die is weliswaar nog niet teruggekeerd naar 2%, maar er is sprake van een zekere inertie in de wijziging van de consumptieprijzen. Objectief gezien ging de de-escalatie van de inflatie, na haar piek van meer dan 10%, spectaculair snel. Bovendien weten we dat de methodologie om inflatie te meten onvolmaakt is. Denken we maar aan huisvesting of het substitutie-effect tussen producten waarvan de prijzen niet in dezelfde mate stijgen of waarvan de kwaliteit wijzigt. Als we daaraan toevoegen dat een inflatiedoelstelling van 3 of zelfs 4% theoretisch gezien zinvoller is dan een doelstelling van 2%, dan staat de huidige inflatie een renteverlaging niet in de weg. En

als kers op de taart is de effectiviteit van het rentewapen twijfelachtig - de economische kost is met andere woorden te hoog – indien de inflatie veroorzaakt wordt door problemen aan de aanbodzijde in plaats van aan de vraagzijde. Een strikter concurrentiebeleid is in dit geval meer aangewezen dan een restrictief monetair beleid.

Een derde reeks argumenten heeft betrekking op de nefaste effecten van hoge financieringskosten. Door de officiële rentetarieven op het huidige niveau te houden, lopen de financieringskosten van de met schulden overladen overheden op. Dit beperkt hun mogelijkheid om beleid te voeren en investeringen te financieren. In het bijzonder zou de publieke en private financiering van de milieutransitie door deze rigide keuzes worden belemmerd.

Tegen een snelle renteverlaging

Naast de argumenten vóór een versoepeling van het monetaire beleid, moeten we ook kijken naar de argumenten tégen.

Op economisch vlak kan men vrezen dat de economie zou oververhitten indien bovenop de huidige steunmaatregelen de rente wordt verlaagd. Aangezien de voorlopende indicatoren wijzen op een aanhoudend zwakke Europese groei en op een groeivertraging in de VS, is dit risico volgens ons beperkt. Hierbij komt nog dat in een dergelijke cyclische 'overshoot' de juiste reactie een verkrapping van het begrotingsbeleid en niet monetaire passiviteit is.

Op inflatievlak is het tegenargument de geloofwaardigheid van centrale banken. Na de belofte om de inflatie terug te brengen tot 2%, dient de inflatie hieronder te zakken alvorens een sereen debat kan worden gevoerd over de wenselijkheid de doelstelling te verhogen. De angst om de geloofwaardigheid van de centrale bank in gevaar te brengen is begrijpelijk, aangezien geloofwaardigheid een krachtig instrument is om in het algemeen belang de economie te sturen. Dit argument lijkt ons overdreven. De gemiddelde burger houdt niet van inflatie, die zijn koopkracht en/of zijn perceptie hierop aantast, maar ons inziens zal een daling van de officiële rentetarieven hem, net zo min als de spelers op de financiële markten, verontrusten.

Naast de geloofwaardigheid van het monetaire beleid zijn er nog andere structurele overwegingen. Een beleid van lage rentevoeten heeft herverdelingseffecten. Het straft voorzichtige spaarders en ondersteunt de aandelenkoersen. Op vlak van vastgoed maakt het hypothecaire leningen goedkoper, maar drijft het ook de vastgoedprijzen op, in het voordeel van de verkopers. De ernstige problemen in China, waar door de implosie van een vastgoedzeepbel de particuliere consumptie stagneert, herinneren ons eraan dat een beleid van lage rente gevaarlijk is.

Tenslotte is het op vlak van financieringskost effectief dwaas te zien dat regeringen veel kostbaar geld spenderen aan rentebetalingen. Met lage rentevoeten is er echter een enorm

gevaar dat begrotingsdiscipline overboord wordt gegooid – waarom gedisciplineerd zijn als schulden niets kosten - met als gevolg dat de schuld oploopt en we moeten leven in angst voor de catastrofale gevolgen indien de rentestijging zich toch zou voordoen.

Welk scenario?

Dat de officiële rentevoeten zijn wat ze zijn, is niet door de domheid of het sadisme van de centrale bankiers, maar omdat er argumenten pro en contra zijn. Op basis van onze analyse denken we dat de reële langetermijnrente, dus na inflatie, op dit vlak de meest relevante economische variabele, laag zal blijven, zonder echter terug te keren naar de excessen van voor Covid, waarbij de schok van de pandemie de grootste aanpassing rechtvaardigde.

De begrotingsvooruitzichten spelen hier een cruciale rol. De schuldenlast van de overheid – maar ook van bepaalde private

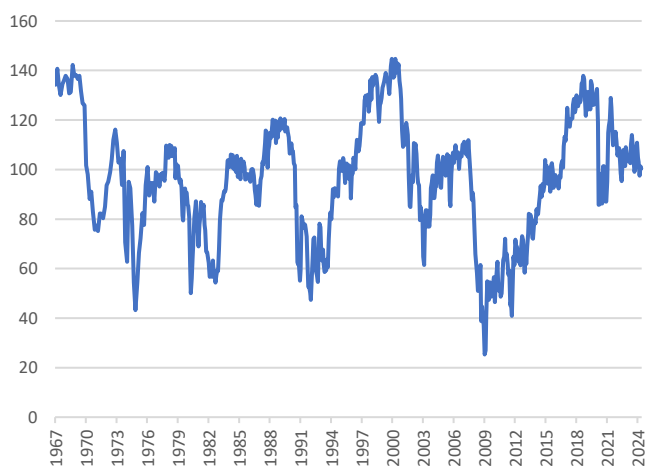
sectoren, zoals de vastgoedsector – die ternauwernood aan zware problemen is ontsnapt - sluit een restrictief monetair beleid doorheen de tijd uit. Dit wordt nog versterkt door de enorme financiële middelen die noodzakelijk zijn om pensioenen, gezondheidszorg, militaire uitgaven, technologische verandering en, last but not least, ecologische transitie te betalen. Europa heeft nieuwe begrotingsregels aangekondigd, maar de facto zijn deze minder restrictief dan de oude en het is verre van zeker dat ze beter zullen worden nageleefd. In de Verenigde Staten zullen de duimschroeven niet aangedraaid worden. Niet door de democraten en nog minder door D. Trump. Al bij al, aangezien het soepel begrotingsbeleid alleen maar kan worden doorgezet, zal het monetaire beleid niet anders kunnen dan de andere kant opgaan.

Etienne de Callatay – etienne.decallatay@orcadia.eu

ALLOCATIE & STRATEGIE

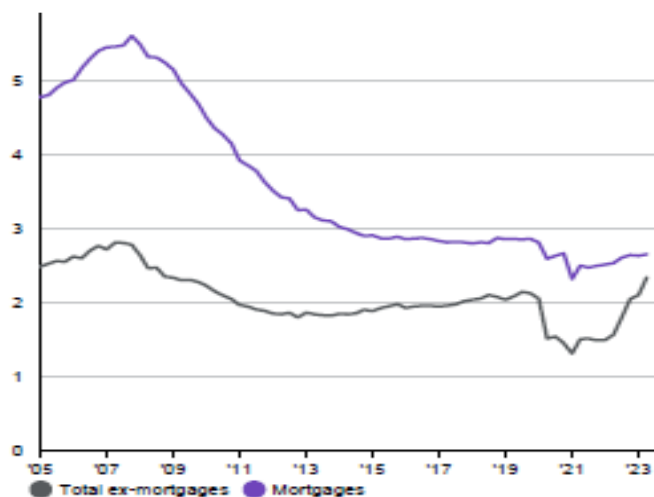
Amerikaans consumentenvertrouwen amper gemiddeld...

Hoewel de Amerikaanse economie licht vertraagt, blijven de vooruitzichten globaal gezien eerder gunstig. De **PMI's voor de industrie** blijven **boven de 50**, hetgeen wijst op een expansie en deze van de **dienstensector** bevinden zich op het **hoogste peil in 2 jaar**. Dat het vertrouwen van Joe Sixpack maar gemiddeld is, is verwonderlijk.



Bron: Bloomberg – US consumentenvertrouwen

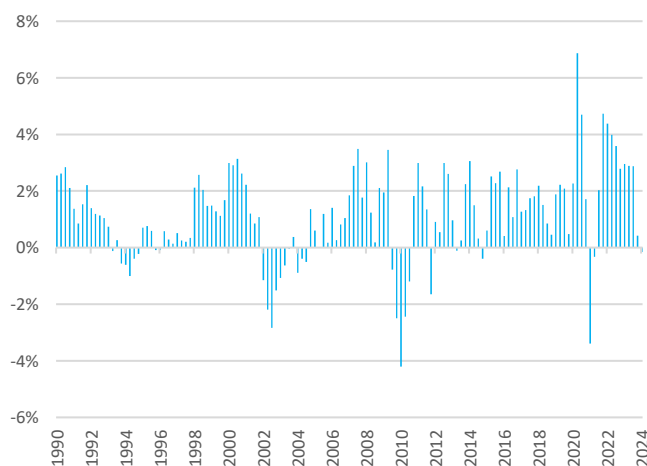
Een **mogelijke reden** is de evolutie van de **excess savings** die opgebouwd werden tijdens de pandemie. Volgens sommigen zijn deze duidelijk teruggevallen maar nog steeds omvangrijk (zowat 4% van het BNP volgens JP Morgan), terwijl anderen (zoals de San Francisco FED) stellen dat ze ondertussen volledig opgesoupeerd zijn. De verklaring voor het verschil tussen beiden is het gemiddelde waarmee wordt vergeleken. De excess savings worden berekend door het effectief sparen te vergelijken met het "normale" sparen als het gemiddelde over een bepaalde periode. De FED neemt een korte historiek terwijl JP Morgan een langere periode gebruikt. Zonder ons uit te spreken over wie gelijk heeft, is het duidelijk dat de **bijdrage van de excess savings aan de toekomstige economische groei eerder beperkt zal zijn**. Een **andere mogelijke verklaring** is het feit dat voor bepaalde consumenten en in het bijzonder de lagere sociale klassen de **renteverhogingen** van de afgelopen jaren **echt impact beginnen te hebben**. Gemiddeld gesproken hebben zij vooral kortetermijnschulden (zoals kredietkaarten en autoleningen). Op de grafiek kunnen we zien dat de interestbetalingen op hypothecaire leningen benedengemiddeld blijven, hetgeen niet langer het geval is voor andere kredieten (total ex-mortgage op de grafiek). Een **andere potentiële verklaring** zou kunnen liggen in het feit dat veel **Amerikanen**, al dan niet terecht, **denken dat de inflatie hun koopkracht heeft aangetast**. Tenslotte kan men zich inbeelden dat het **slechte schouwspel** dat de **Amerikaanse presidentsverkiezing** meer en meer lijkt te worden evenmin vertrouwenwekkend is.



Bron: JP Morgan – US Interest betalingen in % van inkomen

... ondanks goede vooruitzichten

Desalniettemin blijven de vooruitzichten voor de Amerikaanse consument en zijn capaciteit tot spenderen gunstig. Zijn **schuld** in % van het BNP was de **afgelopen 20 jaar nooit zo laag** en in verhouding tot zijn activa bevindt zijn schuldgraad zich op het niveau van de jaren '80. We spraken in een vorige spotlight over de toename van de kredietkaartschuld en stelden hoe deze toename ons niet verontruste. Tijdens de pandemie daalde de kredietkaartschuld in percentage van het BNP significant en na de recente stijging keren we gewoon terug naar historische gemiddelden. Hoewel het aantal **jobaanbiedingen** recent terugloopt blijven ze **historisch hoog** en blijft de **werkloosheid** – ondanks een lichte stijging – op het **laagste niveau** sinds de jaren '60. De Amerikaanse economie creëert nu al maanden aan een stuk maandelijks om en bij de 200.000 nieuwe jobs. Daarnaast nemen de lonen toe in reële termen. De combinatie van beiden zorgt dat het totale inkomen van de Amerikaanse consument goed blijft groeien. Op basis van de Unit Labor Cost Growth indicator, die de toename van de totale loonkost tegenover de toename van de productiviteit zet, is de toename van de reële lonen niet verontrustend voor de bedrijven aangezien we ook hier een terugkeer naar het langetermijngemiddelde zien. De **combinatie van bovenstaande elementen laten ons vermoeden dat de economische groei voor de komende maanden wellicht relatief dicht bij de trendgroei zal blijven**.



Bron: Bloomberg, Orcadia – Unit Labor Cost Growth YoY

In Europa stapsgewijze verbetering ...

In Europa verbeteren de economische vooruitzichten van de producenten stapsgewijs.

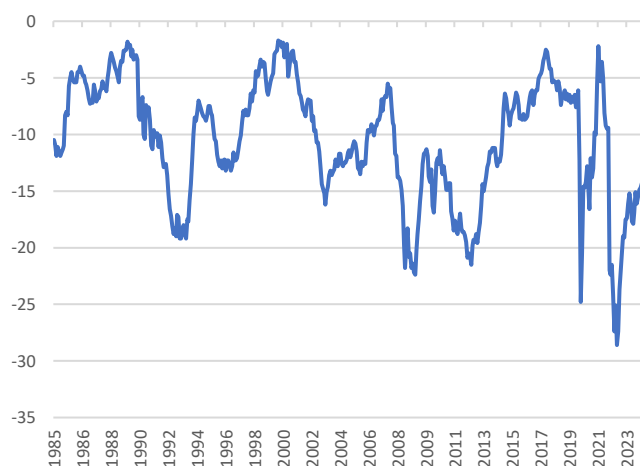


Bron: JP Morgan – PMI's Eurozone

Desalniettemin valt niet te ontkennen dat de vooruitzichten voor de industrie niet bijzonder rooskleurig zijn. Vooral Duitsland heeft – ondertussen al bijna 2 jaar - te kampen met structurele problemen (energietransitie weg van kernenergie en Russisch gas, Chinese handel en specialisatie in sectoren in minder goede doen) en het meest recente PMI-cijfer voor de industrie (43.5) blijft op een recessie wijzen.

Ook in Europa vooruitzichten consument gunstig

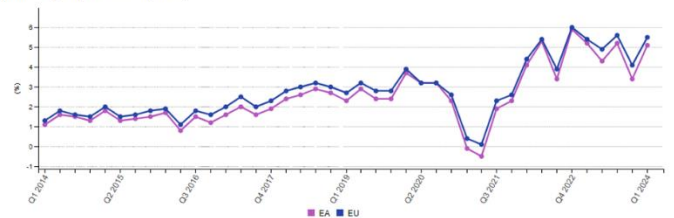
Het consumentenvertrouwen in de eurozone ging er vanuit een historisch diep dal de laatste maanden aanzienlijk op vooruit, maar zelfs na de opmerkelijke stijging kunnen we **moelijk spreken van een optimistische consument**.



Bron: Bloomberg – Eurozone consumentenvertrouwen

Nochtans zijn **objectief gezien de omstandigheden** voor de Europese consument **eerder gunstig**. De **energieprijzen lijken** – hoewel ze de laatste maanden terug wat opliepen – terug **genormaliseerd** te zijn op een niveau dat – toegegeven – wellicht structureel hoger zal blijven dan voorheen. **De werkloosheid** staat overal in de eurozone op **historisch lage niveaus** waarbij bepaalde regio's duidelijk te kampen hebben met krapte op de arbeidsmarkt. Dit vertaalt zich dan weer in **lonen die** – ook in reële termen – **toenemen**.

Total nominal hourly labour costs, whole economy, 2024 Q1 (% change compared with the same quarter of previous year, calendar adjusted)



Bron: European Commission – evolutie van de nominale uurloonen

Wellicht zullen ze ook in de komende maanden verder stijgen. We zien bijvoorbeeld dat in Duitsland IG Metall – de grootste industriële vakbond en vlaggendrager voor de andere vakbonden – een loonsverhoging eist van 7%. Hoewel het (zeer) onwaarschijnlijk is dat ze dit zullen verkrijgen, dienen we toch op te merken dat de gevraagde loonsverhoging niet alleen merkkelijk boven de inflatie maar ook duidelijk boven de pre-pandemische eisen uitsteekt.

Chinese overheid neemt bijkomende vastgoedmaatregelen

In China versnelde de daling van de woningprijzen in de 70 grootste steden in mei naar het hoogste niveau sinds 2015. Naar aanleiding hiervan werden bijkomende maatregelen genomen om de vastgoedcrisis in te dijken. Samenvattend wordt het **makkelijker en goedkoper om te lenen** voor de aankoop van een woning en zal de Chinese centrale bank (PBoC) 300 miljard Yuan (\pm €40 miljard) beschikbaar stellen via de banken om lokale besturen toe te laten **onverkochte woningen op te kopen om ze later als sociale woningen ter beschikking te stellen**. Het lijkt onwaarschijnlijk dat met 300 miljard Yuan een definitieve halt kan worden toegeworpen aan de vastgoedproblemen die het land nu al geruime tijd teisteren. Het overaanbod is duidelijk groter en woningen blijven in verhouding tot het modale inkomen – vooral in de zogenaamde Tier I steden zoals Peking en Shanghai – prohibitief duur. De maatregel dient dan wellicht ook meer gezien te worden als een **evenwichtsoefening waarbij een vastgoedimplosie wordt vermeden door de ballon langzaam te laten leeglopen zonder moral hazard te creëren en speculatie aan te wakkeren**. In dat opzicht is deze stap positief te noemen. Anderzijds zal het gecontroleerd laten leeglopen van de zeepbel wellicht geruime tijd wegen op het gemoed van de Chinese consument en zo op de Chinese economische groei.

Inflatie in de VS daalt niet langer...

De verschillen in economische vooruitzichten tussen de VS en Europa vertalen zich ook in verschillen op inflatievlak. In de VS daalt de inflatie de laatste maanden nog amper en zien we de zogenaamde supercore (core services inflatie met uitzondering van huisvesting) zelfs opnieuw stijgen. Ook de producentenprijzen (PPI) stijgen terug in de VS. Weliswaar zeker niet naar verontrustende niveaus, maar het is een bijkomend element dat een snelle daling van de consumenteninflatie onwaarschijnlijk maakt. Het verwondert ons dan ook niet dat de FED dit jaar nog geen renteverlagingen heeft doorgevoerd.



Bron: Bloomberg – US supercore inflation



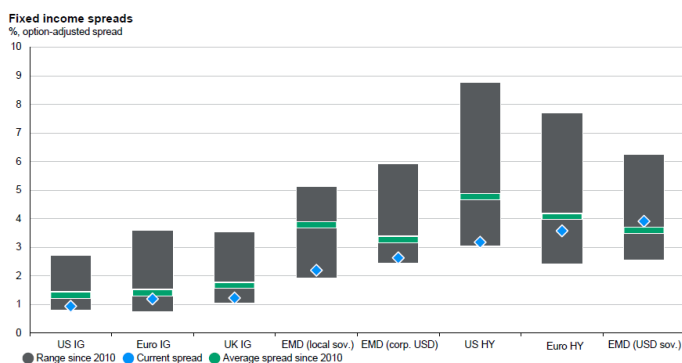
Bron: Bloomberg – Frankrijk spread tov Duitsland

... maar wel in de Eurozone

In de Eurozone daarentegen zien we dat de headline inflatie sinds het begin van het jaar langzaam richting de doelstelling van 2% evolueert. De core inflatie stabiliseert de laatste maanden net iets onder de 3%, te hoog om écht positief te zijn maar we mogen hierbij niet uit het oog verliezen dat het cijfer een jaar geleden nog 5.5% bedroeg. De renteverlaging van de ECB met 0.25% naar 3.75% kwam dan ook niet als een verrassing. De omvang en de timing van de volgende renteverlagingen zal in belangrijke mate afhangen van de loonevolutie in de komende maanden gezien haar belangrijke invloed op de evolutie van de core-inflatie.

Obligaties onderwegen ...

We blijven nog steeds voorstander van een **beperkte onderweging in obligaties** waarbij we **staatsobligaties blijven verkiezen** hoewel deze keuze sinds het begin van het jaar een licht negatieve impact heeft op de performance. Zoals af te lezen valt uit onderstaande grafiek zijn de **extra rendementen geboden door meer risicovolle alternatieven onaantrekkelijk tot zeer onaantrekkelijk vanuit een historisch perspectief**.



Bron: JP Morgan – Spreads voor verschillende obligatietypes

... franse verkiezingen kunnen een opportuniteit vormen

Het uitschrijven van parlementsverkiezingen had een duidelijk negatief effect op de spread die Frankrijk betaalt bovenop Duitse staatsobligaties.

Hoewel het politieke risico duidelijk toenam zouden we bij een surplusrendement van zowat 75 basispunten (0.75%) positie durven nemen in langlopende Franse staatsobligaties en hun gewicht verder verhogen indien de spreads verder toenemen. **We denken dat de obligatiemarkt de overwinnaar van de verkiezingen zal verplichten tot voldoende fiscale discipline.** Een goed voorbeeld hiervan is de marktreactie in de UK op fiscale plannen die premier Liz Truss binnen de kortste keren tot aftreden dwong. Ons inziens zal de verleiding van de macht (en de gevolgen van een financieel debacle op de kansen van Le Pen tijdens de presidentsverkiezingen van 2027) ervoor zorgen dat het RN zich, net zoals Meloni in Italië, op economisch vlak gematigd zal opstellen. Een eerste indicatie hiervan is dat een woordvoerder van het RN verklaarde dat de partij in de herfst een programma zou voorstellen om het overheidstekort in te perken en dat Frankrijk zijn EU-verplichtingen zou nakomen. **Tussentijdse volatiliteit** in de spread zal wellicht **getemperd worden door** tussenkomst van de **ECB** mocht er sprake zijn van een zogenaamde “ongecontroleerde marktdynamiek”.

Aandelen overwegen

De eerder gunstige economische omstandigheden pleiten voor een beperkte overweging in aandelen. Aangezien we de **Emerging Markets als niet bijster aantrekkelijk** beschouwen en de **grondstoffen-economieën** zoals Canada en Australië, gegeven de Chinese vastgoedproblemen, ons **evenmin** bijzonder enthousiast maken, **beperkt onze overweging zich tot Amerikaanse en Europese aandelen.** Hoewel Amerikaanse aandelen bovengemiddeld duur zijn en de performance van de S&P500 over het afgelopen trimester vooral door – letterlijk – een handvol (Nvidia, Microsoft, Amazon, Meta en Apple) bedrijven werden gerealiseerd, willen we de regio op dit moment niet onderwegen. De economische groei blijft immers goed, hetgeen zich zou moeten vertalen in goede winstcijfers. Daarnaast blijven dé topbedrijven op wereldvlak in de VS genoteerd. Europese aandelen zijn dan weer relatief goedkoop ($\pm 13.4x$ de verwachte winst tegenover een langetermijngemiddelde van $14.3x$) en zouden moeten kunnen profiteren van een aantrekkende groei en van rentedalingen, hetgeen minder waarschijnlijk lijkt in de VS.

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.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.