MACRO

Macro-economische context

Door *Jules Stevens*, Senior Portfolio Manager

Volatiliteit

Iedereen wil in de beurs instappen op een laag niveau, winst nemen op een relatief hoogtepunt, om dan weer te kopen op een lager niveau. Enzovoort.

Op lange termijn kunnen we wel met aan zekerheid grenzende waarschijnlijkheid stellen dat aandelen in vergelijking met obligaties of spaarboekjes het hoogste rendement opleveren. Sinds zijn ontstaan in 1927 heeft een belegging in de S&P een totaalrendement van 9,61% per jaar opgeleverd, een belegging in staatsobligaties zo'n 4% en een spaarboekje 2%. Corrigeer dat voor inflatie en je komt ongeveer op respectievelijk 7,61%, 2% en 0%. En om je uiteindelijke nettorendement te kennen dien je nog verder te corrigeren voor kosten en taksen.

De Amerikaanse S&P 500 stijgt dus structureel mee met de Amerikaanse economie: gemiddeld met 9.61% per jaar sinds 1927. Maar er zijn jaren met rendementen van bvb. +30% maar ook van -25%. Historisch gezien zijn alle uitkomsten tussen de 50% en de -50% per jaar al voorgevallen. Verdraag je die ergerlijke volatiliteit in goede en kwade tijden, dan heb je sinds 1927 gemiddeld die +9.61% bruto per jaar behaald.

Christine Lagarde, voorzitter ECB

Tot medio 2021 werd deze prijsstijging door zowel de FED als de ECB van voorbijgaande aard geacht, maar dat bleek een zware misrekening.

Inflatie

In een economie waar de centrale bank een sterke munt beleid voert, is de strijd tegen inflatie van kritiek belang. **Inflatie is namelijk een geruisloze maar meedogenloze moordenaar van economische groei.**

Inflatie doet de prijzen van goederen en diensten stijgen zonder fundamentele waardestijging. Bedraagt de inflatie 10% dan stijgt de prijs van een brood van 2,50 EUR naar 2,75 EUR een jaar later. De consument ziet bij een gelijkblijvend inkomen zijn koopkracht dus afnemen. Hij zal dan de consumptie van voedingswaren en andere levensnoodzakelijke producten en diensten niet afbouwen, maar hij zal wel besparen op minder noodzakelijke uitgaven zoals de aankoop van een nieuwe wagen, reizen etc.

Zonder inkomenscompenserende maatregelen zullen deze zogenaamde cyclische uitgaven dus afnemen en de economische groei fnuiken. Daarnaast zien ook de eigenaars van cash de koopkracht van hun zuur verdiend spaargeld afnemen. Dat negatief welvaartseffect knaagt aan de toekomstige consumptie. Beide fenomenen fnuiken dus de economische conjunctuur. Onverbiddelijk.

Eerste- en tweederangeffecten van inflatie

Na het succesvol opstarten van de vaccinatiecampagne tegen C19 kon de conjunctuur snel hernemen. Dankzij monetaire stimulus van de centrale banken en inkomensstimumulus van de overheid, hernamen bedrijven en gezinnen snel hun pre-C19 investerings- en consumptiepatroon. En zelfs meer

dan dat. Gevolg: een tekort aan capaciteit om aan die vraag te voldoen zodat de prijzen gevoelig stegen. Dit is het zogenaamde eersterangseffect.

Tot medio 2021 werd deze prijsstijging door zowel de FED als de ECB van voorbijgaande aard geacht, maar dat bleek een zware misrekening. De veel te sterke eersterangseffecten werden niet vrijwillig opgevangen door bedrijven noch gezinnen maar zetten zich wel degelijk door in de economie. Gevolg: tweederangseffecten waarbij bedrijven de gestegen inputkosten doorrekenen en bleven doorrekenen, en de gezinnen die-volkomen terecht- hogere inkomens eisten om te compenseren voor hun koopkrachtverlies. Zo ontstaan inflatiespiralen die marktontwrichtend werken, zeker wanneer we inflatiepercentages van 10% dienen te verwerken.

De kosten van de gestegen inflatie moeten dus door iemand betaald worden.

Gezinnen hebben in eerste instantie geen andere mogelijkheid om te compenseren voor hun koopkrachtverlies dan via een loonsverhoging. De rekening zal dus grotendeels worden betaald door de bedrijven, die de loonsverhoging op zich zullen moeten nemen maar dit kan compenseren door hogere verkoopprijzen te hanteren. Maar het is zaak om deze spiraal van tweederangseffecten niet toe te laten in derde, vierde rang en zo voort. Vandaar het kritiek belang van de centrale banken om het sterke economische momentum dat aan de oorzaak van de prijsstijgingen ligt, af te koelen en de prijszettingskracht van gezinnen en bedrijven inzake hogere looneisen en dito verkoopprijzen te beknotten.

Soft of hard landing?

Indien de inflatie tgv deze economische afkoeling afneemt zonder economische recessie, spreken we van een 'soft landing'. Indien ze toch met een recessie gepaard gaat, noemen we het een hard landing. Noteer ook dat we pas kunnen landen bij een inflatieniveau van ongeveer 2% - het streefdoel van zowel de FED als de ECB. In augustus bedroeg de Amerikaanse CPI nog 8,3% op jaarbasis, maar ze is dalende. Het lijkt erop dat ze de voorbije maanden over haar piek heen is. In juni bedroeg de CPI nog 9.1% en in juli 8.5%. Overigens verkeert de Amerikaanse economie met twee opeenvolgende kwartalen van negatieve economische groei per definitie al in een recessie. Gedurende het eerste kwartaal 2022 zette de Amerikaanse economie een negatieve groei van -1,5% op jaarbasis neer. In het tweede kwartaal was het negatief momentum afgezwakt tot -0.6% op jaarbasis.

Strikt genomen dienen we dus etiket 'hard landing' te kleven op de huidige conjunctuursituatie. Doch het zijn milde cijfers. En de tewerkstelling situeert zich niet ver onder haar maximum. De werkloosheidsgraad bedraagt na twee kwartalen negatieve groei nog steeds maar 3.5%. En dat fenomeen is niet coherent met een recessie of 'hard landing'.

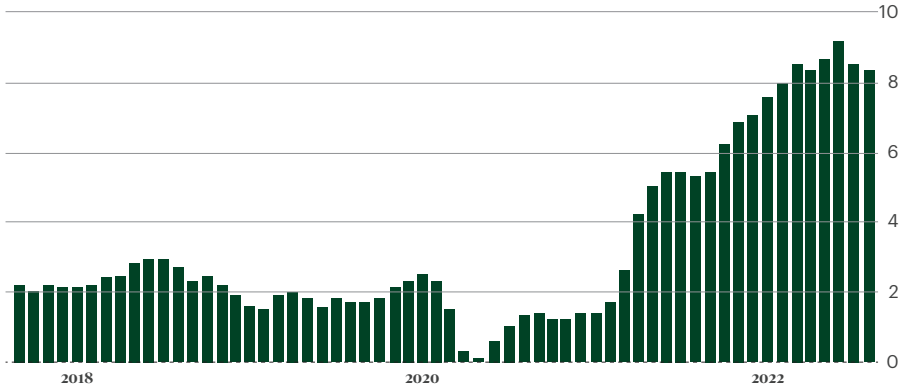
Misschien moeten we vandaag dan maar spreken van een 'medium-hard landing' indien u absoluut een etiket wenst? Zoals zoveel zaken in het leven, zijn er geen pasklare antwoorden. Economie is een menswetenschap: complexe economische analyses laten zich niet vatten in een enge definitie. En al zeker de remedie niet.

1970-80 revisited?

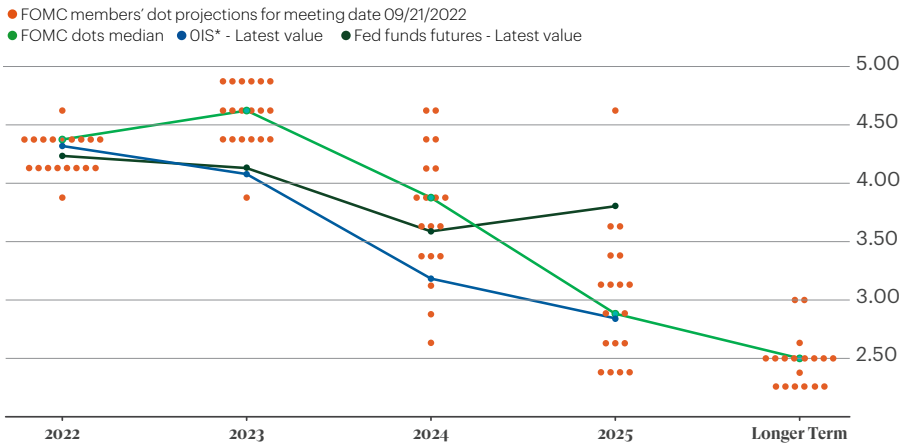
Omdat de inflatie niveaus bereikt die we niet meer hebben gezien sinds 1980, is het voor intuïtieve denkers verleidelijk om de desastreuze economische context uit die periode te projecteren op de huidige. In dat geval zouden we nog barre tijden tegemoet gaan.

Deductieve analisten baseren zich op feiten en beproefde recepten. En beide zijn vandaag sterk verschillend van 40 jaar geleden. In de feiten is de Amerikaanse economie in veel robuustere toestand dan toen: lagere werkloosheid, nieuwe economie, neoliberale visie bij werknemers en werkgevers, meer - maar spijtig genoeg geen volledige- geopolitieke stabiliteit.

Grafiek 1: Amerikaanse CPI 2018-heden (maandelijkse cijfers op jaarbasis)
Bron: Tradingeconomics, 21/9/2022

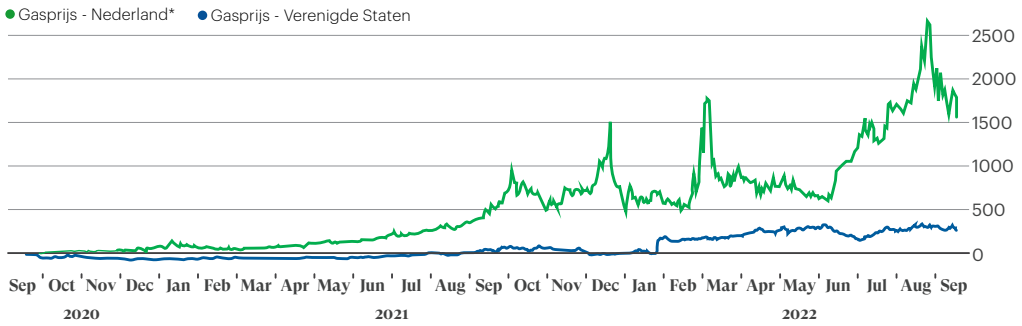


Grafiek 2: The Fed's New Dot Plot
Bron: Bloomberg, 22/9/2022



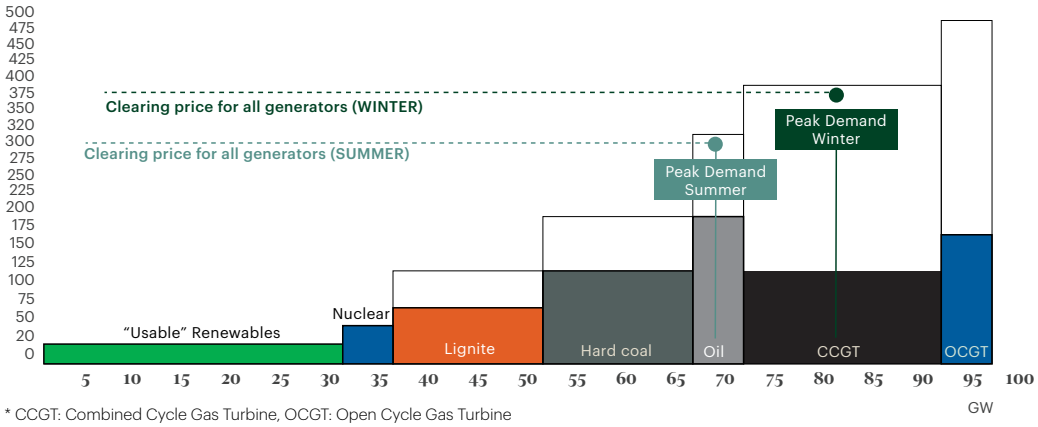
* Overnight Index Swap

Grafiek 3: Gasprijzen in Europa & VSA
Bron: Bloomberg, 22/9/2022



* Nederland wordt aanzien als dé referentie voor gasprijzen in Europa

Grafiek 4: Capaciteit GW vs Marginale Kost EUR/MWh in Duitsland – Q4'21 vs Q4'22
Bron: 7C Solarparken, 22/9/2022



* CCGT: Combined Cycle Gas Turbine, OCGT: Open Cycle Gas Turbine

Vandaag weten de centrale banken beter: na een aanvankelijke aarzeling begin 2021 omdat ze van mening waren dat de inflatieopstoot transitoir zou zijn, hebben ze medio 2021 hun vergissing ingezien en schakelden ze over naar een meer restrictief monetair beleid.

Ook wat de beproefde recepten betreft, hebben we vooruitgang geboekt in de evolutie. Centrale banken beseffen nu dat ze tijdig moeten ingrijpen om de inflatiespiraal te counteren. Dat was in 1970-'80 niet het geval. De inflatieopstoot tgv de oliecrisis in 1973 te lijf gaan met renteverhogingen leek toen absurd: de economie leed al zo sterk onder de hoge olieprijzen – waarom dan nog eens de rentefactuur gaan verhogen?

Vandaag weten de centrale banken beter: na een aanvankelijke aarzeling begin 2021 omdat ze van mening waren dat de inflatieopstoot transitoir zou zijn, hebben ze medio 2021 hun vergissing ingezien en schakelden ze over naar een meer restrictief monetair beleid.

Momenteel bedraagt de Amerikaanse beleidsrentevork 3% à 3.25%, maar wordt nog verwacht te stijgen tot 4.25% à 4.50% in 2023.

Niemand die zeker weet hoe hoog de rente nog zal stijgen, maar het leidt voor ons geen twijfel dat de centrale banken succes zullen oogsten in hun strijd tegen de inflatie. Wij staan niet alleen in die analyse. Getuige daarvan het relatief lage niveau van de lange termijnrente: Amerikaanse 10-jarige overheidsobligaties bieden vandaag slechts 3.55% rente. De markt verwacht dus een terugkeer naar een inflatieniveau van +/- 2%.

De beleidsrente gaat hoogstwaarschijnlijk eerst dus nog wat hoger tot een vermoedelijke 4.25% à 4.50% maar nadien ook weer lager wanneer de inflatiedruk zal afgenomen zijn. Deze cyclus van monetaire verstrakking en versoepeling, zou zich dan binnen de volgende 24 maanden voltrekken. Wij achten de impact op de conjunctuur vooralsnog beperkt en beleggen -zoals steeds- met een beleggingshorizon die ver voorbij de 2 jaar strekt.

Er gaat onevenredig veel aandacht uit naar de evolutie van de rente aan het korte gedeelte van de curve. Gaat de rente pieken op 4% of 4.5%? Bedraagt de volgende renteverhoging 0.50% of 0.75%? Volgens ons zijn deze vragen minder relevant. Analisten die een DCF-methode hanteren om de toekomstige kapitaalstromen van een belegging te verdisconteren, zullen geen rentevoet van 4.5% hanteren maar één van 3.55%. **De lange termijnrente is de juiste parameter om in de vergelijking te hanteren, niet de korte termijnrente.**

Oekraïne

De oorlog in Oekraïne bezorgt vooral de Europese economie extra problemen en dan vooral via de gestegen energieprijzen. Die stuwt de inflatie naar nog hogere niveaus dan in de VSA omdat de gasprijzen in West- Europa veel hoger liggen. In Europa zijn ze met 1.558% gestegen t.o.v. het niveau van 2 jaar geleden, in de VSA met 259%.

Op korte termijn lijkt het probleem echter onder controle te zijn. De gasvoorraden in West-Europa zullen ons door de eerstvolgende winter helpen.

Nadien moet soelaas komen van niet-Russische gasleveranciers en van een verminderd gebruik. Dat is niet onmogelijk maar het zal evenmin van een leien dakje lopen. Dit blijft een cruciaal punt van onzekerheid.

Op de elektriciteitsmarkt wordt de prijs bepaald door de marginale kost van de laatst geleverde MWh.

Tijdens de zomer bedraagt het piek elektriciteitsverbruik in Duitsland zo'n 70 gigawatt. Tijdens de winter 80 gigawatt. Tijdens de zomer volstaat de volledige capaciteit uit duurzame energie, nucleaire, ligniet- en steenkoolcentrales en olie om aan de vraag te voldoen. De marginale kost van door olie geproduceerde MWh elektriciteit bedraagt zo'n 300 EUR. Om in de winter te voldoen aan de vraag dienen gasgestookte centrales bijkomend te worden ingeschakeld: hun kostprijs bedraagt vandaag 375 EUR voor een MWh. Maar alle elektriciteitsproducenten, dus ook de goedkope duurzame, ontvangen in de winter dus 375 EUR per MWh. Als u zich wil inbeelden tot hoever de overwinsten van niet-gasgestookte elektriciteitscentrales kunnen oplopen, heeft u hiermee het antwoord.

Conclusie

Aandelenbeleggers dienen vandaag om te gaan met veel onzekerheid. De oorzaken zijn gekend: Oekraïne en rentestijging tgv veel te hoge inflatiecijfer. We hebben al zo dikwijls in dit schuitje gezeten: C19 in maart 2020, foute communicatie omtrent rentestrategie in dec '18, Brexit in juni 2016, Griekse schuldencrisis in 2012, GFC in 2009 en ga zo maar door.

Telkens hebben we achteraf vastgesteld dat we de storm niet hadden zien aankomen, en dat anticiperen op een verdere daling om dan lager terug in te stappen een onmogelijke opdracht was en dus verloren moeite.

Er wordt wel eens gezegd dat er twee soorten beleggers actief zijn op de beurs: (1) degenen die de korte termijn niet kunnen voorspellen en (2) degenen die niet weten dat ze de korte termijn niet kunnen voorspellen.
Wij behoren tot de eerste categorie.

Vandaar dat wij in kwaliteitsaandelen beleggen die door de afwisselende crisissen geen (1) onherstelbare averij oplopen. Zodoende blijft aandelenbeleggen nog een kwestie van (2) geduld en (3) diversificatie.

Wat nu concreet (1) betreft zijn wij niet belegd in energie-intensieve industrieën, noch in Oekraïne. Dus wij zetten verder in op (2) en (3) vnl. in de VSA waar de energiecrisis veel minder nijpend is: de VSA zijn zelfvoorzienend qua aardgas en olie.

Maar wanneer zullen de perspectieven over inflatie en Europese energiebevoorrading met zekerheid opklaren? Het valt nooit precies te voorspellen wanneer dit het geval is. En wanneer het met zekerheid bekend zal zijn, is het te laat. Achteraf gezien zijn periodes van onzekerheid – zoals die zich na Brexit, C-19, december '18, Europese schuldencrisis, enz. hebben voorgedaan- relatief goede aankoopmomenten gebleken. Per slot van rekening adviseren wij om in kwaliteitsbedrijven te beleggen met een beleggingshorizon van tenminste 10 jaar.

1. Binnen 10 jaar zijn we de huidige problemen alweer lang vergeten.
2. Dan zullen meerdere beurzen in principe in waarde weer verdubbeld zijn.
3. Maar er zullen zich zonder twijfel weer andere problemen aandienen. 1, 2 en 3 zullen waarschijnlijk nooit veranderen. •

STEVENS &
DE MUNTER

LUXEMBURG
120, Boulevard de la Pétrusse
L-2330 Luxemburg
Tel (+352) 453929-1
Fax (+352) 26440143

BELGIË
Franklin Rooseveltlaan 142
B-1050 Brussel
Tel (+32) 2 230 32 27
Fax (+32) 2 646 69 31

BTW LU18162363 - BE0861.975.652
R.C. Luxembourg B 56002
info@sdm.lu www.sdm.lu

DESIGN & PRODUCTION vinix.agency

LE POINT FINANCIER
Copyright © 2022 Stevens & De Munter.
Alle rechten voorbehouden.

Disclaimer. Dit magazine is een publicatie van Stevens & De Munter, gereglementeerd door het CSSF (Commission de Surveillance du Secteur Financier) in het Groothertogdom Luxemburg. Deze uitgave mag niet worden gezien als een beleggingsvoorstel. Dit is een informatief document dat de vennootschap in geen geval bindt. De vennootschap Stevens & De Munter garandeert niet dat de financiële instrumenten die in dit document gebruikt worden geschikt zijn voor u. Alle financiële transacties die u verricht, rekening houdend met de financiële informatie in deze brochure, worden uitgevoerd met uw volle verantwoordelijkheid. Beleggen in bepaalde financiële instrumenten (zoals aandelen) kan een aantal grote risico's met zich meebrengen. Vóór de uitvoering van alle transacties moet de belegger over een kennis- en ervaringsniveau beschikken dat nodig is om de risico's verbonden aan het gebruik van bepaalde financiële instrumenten te begrijpen. In sommige gevallen kunnen deze risico's leiden tot een tijdelijke vermindering of zelfs verlies van een deel of het geheel van het belegde kapitaal. Medewerkers van Stevens & De Munter kunnen vóór de verspreiding van deze aanbevelingen handelen in het financieel instrument. Eventuele rendementen die in deze publicatie vermeld werden, zijn gerealiseerd in het verleden. Er is geen garantie dat zij ook in de toekomst behaald zullen worden. Men kan evenmin zeker zijn dat de beschreven scenario's, verwachtingen en risico's zullen uitkomen in de realiteit. Zij dienen als indicatief beschouwd te worden. De gegevens die in de publicatie vermeld worden, zijn louter informatief en kunnen aan veranderingen onderhevig zijn. Wisselkoersschommelingen kunnen vooropgestelde resultaten en rendementen beïnvloeden. De publicatie geeft de analyse weer van de auteur op de vermelde datum. Hoewel de analyse gebaseerd is op volgens de auteur betrouwbare bronnen, kan de correctheid, volledigheid en actualiteit van de gebruikte informatie niet gegarandeerd worden. Stevens & De Munter kan nooit aansprakelijk gesteld worden voor de eventuele onjuistheid of onvolledigheid van bepaalde gegevens in deze publicaties. Niets in deze publicatie mag gereproduceerd worden zonder de voorafgaande uitdrukkelijke en schriftelijke toestemming van Stevens & De Munter. Deze publicatie is onderworpen aan het Luxemburgs recht en aan de uitsluitende rechtsmacht van de Luxemburgse rechtbanken.