Soft or hard landing?

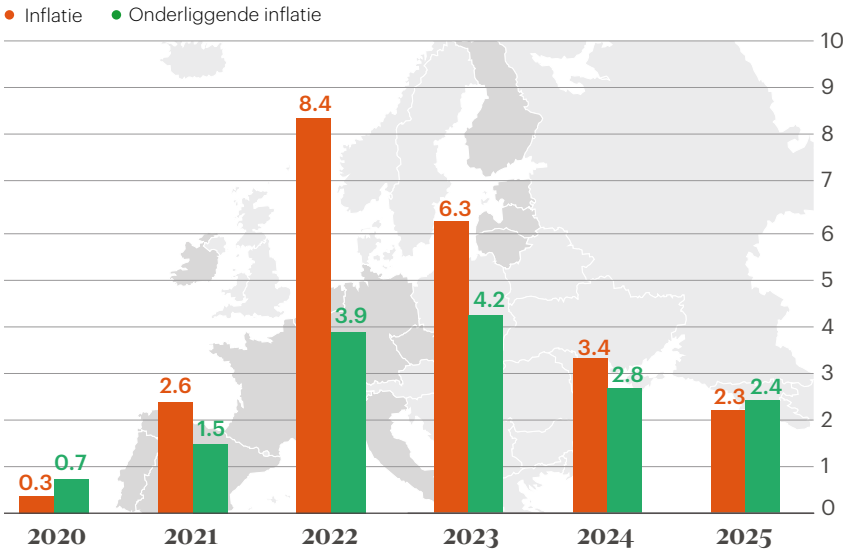
Door *Jules Stevens*, Senior Portfolio Manager

Inflatie is een trage maar onverbiddelijke moordenaar van economische welvaart en groei. Ze raakt in de eerste plaats economische actoren zonder prijszettingskracht en/of zonder schulden. En die groep omvat heel wat spaarders en bedrijven. Wanneer een werknemer de koopkracht van zijn maandelijks netto-salaris in 2022 met 10% zag afnemen is het niet meer dan logisch dat hij een bijpassing vraagt aan de werkgever van 10% om tenminste zijn koopkracht te behouden. De werkgever op zijn beurt wil zijn winstmarge zoveel mogelijk beschermen en verhoogt zijn verkoopprijzen. In ons kapitalistisch systeem is een voldoende ruime winst kritiek om het risicokapitaal te vergoeden en nieuwe investeringen te financieren. Anders stokt de economische motor.

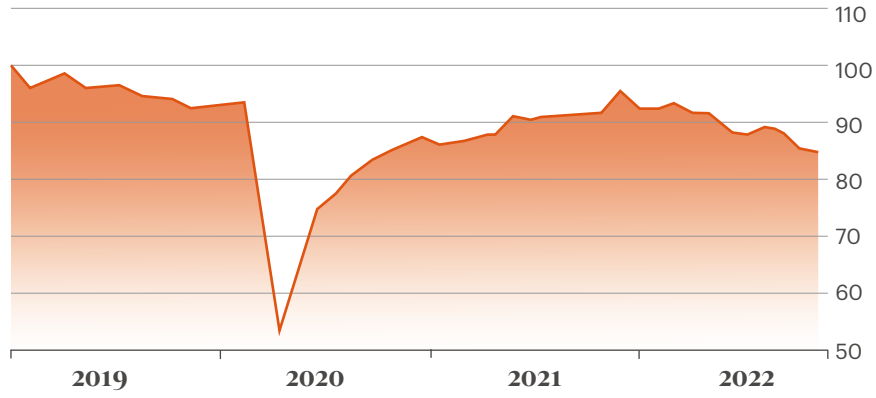
De centrale banken zijn zich hiervan meer dan bewust en bestrijden sinds eind 2021 het teruggekeerde inflatiespook met renteverhogingen. En met succes.

De stijgende inflatietrend is zowel in de VSA als de Eurozone sinds 3 maanden gefnuikt en zowel de ECB als de Fed verwachten een verdere daling. Maar eens de geest uit de fles is met een dubbelcijferig inflatieniveau van > 10%, is het moeilijk om de tweederangseffecten onder controle te krijgen. Het zal nog enige tijd duren voor we terug aan een niveau < 3% zitten. Het doelwit van 2% lag de voorbije 10 jaar onvoorstelbaar hoog, vandaag is het even moeilijk bereikbaar laag.

Grafiek 1: Inflatie in het eurogebied
Bron: Economische projecties 2023 – Nationale Bank van België



Grafiek 2: Aantal uren interimarbeid
Bron: Economische projecties 2023 – Nationale Bank van België



2023 wordt het eerste jaar van het herstel

Tegelijkertijd blijft de tewerkstelling op een hoog peil. Dat is op zich natuurlijk uitzonderlijk goed nieuws. Maar toch dient die tewerkstelling iets af te nemen om de inflatoire druk op de arbeidsmarkt te verlichten, want wees ervan verzekerd: de loonkost weegt het zwaarst in de berekening van de producenteninflatie.

En toch blijft zowel in de VSA als in de Eurozone de arbeidsmarkt voorlopig te sterk. De werkloosheidsgraad is een achterlopende indicator, vandaar dat de evolutie van de uren interimarbeid als een betere vinger aan de pols wordt

beschouwd. Enigszins hoopgevend is de afname van het aantal uren interimarbeid in België. Daarmee ook dat de inflatie uit voorgaande alinea is kunnen afnemen, net zoals de aanwervingsintenties van de Belgische bedrijven.

De renteverhogingen van de centrale banken moet de inflatie doen afnemen. Daartoe moet de economische groei, die met een toename van amper 2% in 2022 niet overdreven hoog is, wat gedimd worden – maar ook niet teveel... **Geen wonder dat quasi elke economist een recessie in 2023 voorspelt.**

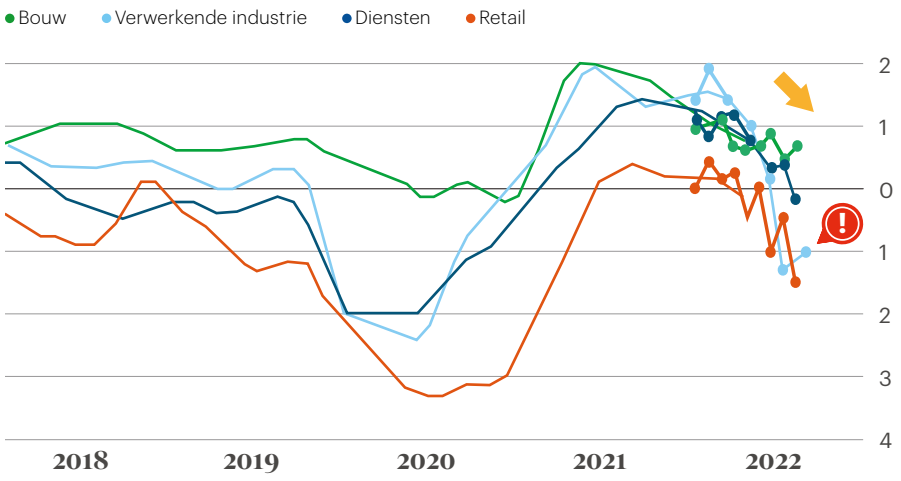
De economische activiteit vertraagt in respons met de gestegen rente. Net zoals de opgaande inflatiegolf het doel van 2% ver voorbijschoot, is het aannemelijk om te vrezen dat in omgekeerde richting ook een 'overshooting' kan plaats vinden. Spijtig genoeg is het afstellen van de monetaire motor d.m.v. een expansief dan wel restrictief renteniveau geen resultante van een sluitende wiskundige formule.

Maar als het dan toch tot een recessie zou komen, kan de weerslag daarvan beperkt blijven tot een korte ondiepe krimp. En wel omdat er geen excessen hebben plaats gevonden tijdens de expansieve periode. **Overigens is de impact van een renteverhoging steevast groter op de huizenmarkt dan op het vlak van bedrijfsinvesteringen.**

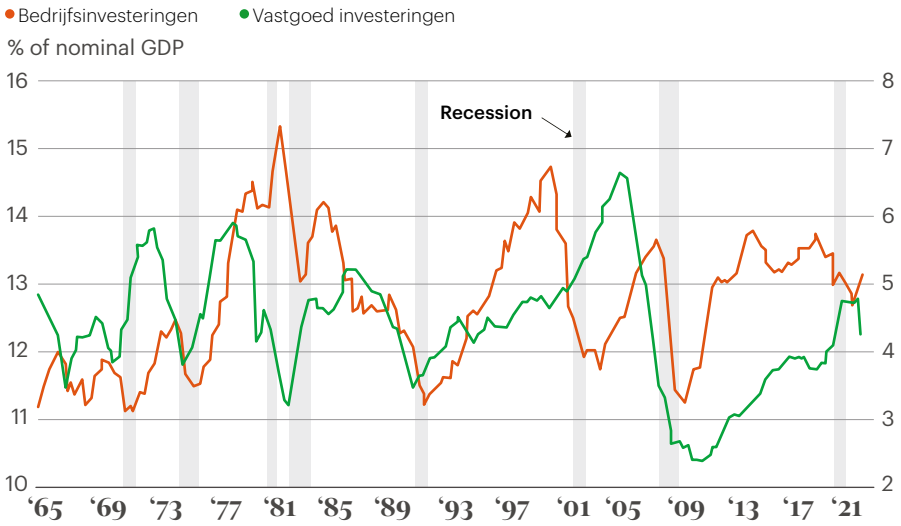
Grafiek 4 geeft aan in welke mate de bedrijfsinvesteringen alsook de investeringen in private woningen bijdroegen tot het BBP in de VSA. In vergelijking met de voorlaatste recessie van 2009 ligt die proportie vandaag veel lager. Een eventuele terugval in deze meest cyclische activiteiten kan daarom ook minder diepe wonden slaan.

In tegenstelling tot het verleden waar recessies niet voorzien werden, wordt voor 2023 quasi algemeen een recessie voorspeld. Economische actoren anticiperen daarop en misschien zal de recessie daarom juist niet al te hard toeslaan en kunnen we het bij een ondiepe korte variant houden. Overigens voorspelt de Nationale Bank van België dat ons land een recessie in 2023 zal kunnen vermijden. Alle parameters wijzen vooralsnog op een 'soft landing' ook buiten België.

Grafiek 3: NBB-conjunctuurenquête - Werkgelegenheidsverwachtingen
Bron: Economische projecties 2023 – Nationale Bank van België



Grafiek 4: Investeringen in vastgoed en bedrijven in de VS
Bron: JP Morgan - Outlook 2023



Nationale Bank verwacht geen recessie in België[1]

Impact op uw beleggingsportefeuille

Het wereldkampioenschap voetbal in Qatar is verleden maand afgesloten met een verdiende overwinning voor Argentinië. De Belgische ploeg heeft het tornooi al na de groepsfase verlaten. Figuur 1 geeft de passes van middenvelder Axel Witsel weer tijdens de wedstrijd tegen Marokko. Hij heeft 78 passes gegeven waarvan 40 achteruit, 12 centraal en 5 naar de flank. Slechts een paar keer (rood) zocht hij echt de diepte.

Vermits Witsel een spelbepalende rol heeft, begrijpt een kind dat je op deze manier snelheid uit het spel haalt, en bijgevolg slechts heel moeilijk in de box van een goed verdedigende tegenstander raakt, en dus heeft Marokko heel verdiend deze wedstrijd gewonnen.

Deze vergelijking om duidelijk te maken dat een belegger ook zijn kompas steeds op het doel moet gericht houden:

1. Wat aandelen betreft is dat beleggen in kwaliteitsaandelen die participeren in een seculair boven gemiddelde groeitrend

2. Wat obligaties betreft is dat het decorrelen van uw portefeuillerendement van het soms grillige aandelenrendement via beleggingen in kwaliteitsobligaties die minder renderen maar ook minder volatiliteit opleveren.

[1] Bron: De Tijd – Economische projecties 2023 – Nationale Bank van België

Tabel 1: Reële BBP-groei YoY%
Bron: Bloomberg 27/12/2022

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e
VS	2,9%	2,3%	(2,8%)	5,9%	1,9%	0,3%	1,3%
Duitsland	1,0%	1,1%	(3,7%)	2,6%	1,7%	(0,6%)	1,2%
Frankrijk	1,9%	1,8%	(7,8%)	6,8%	2,5%	0,2%	1,1%
Eurozone	1,8%	1,6%	(6,1%)	5,3%	3,2%	(0,1%)	1,4%
Verenigd Koninkrijk	1,7%	1,6%	(11,0%)	8,5%	4,4%	(1,0%)	0,9%
China	6,7%	6,0%	2,2%	8,1%	3,0%	4,9%	5,0%

De beurs loopt op de feiten voor en zelfs wanneer zich in 2023 een recessie aandient is de kans groot dat de beurs gaat stijgen.

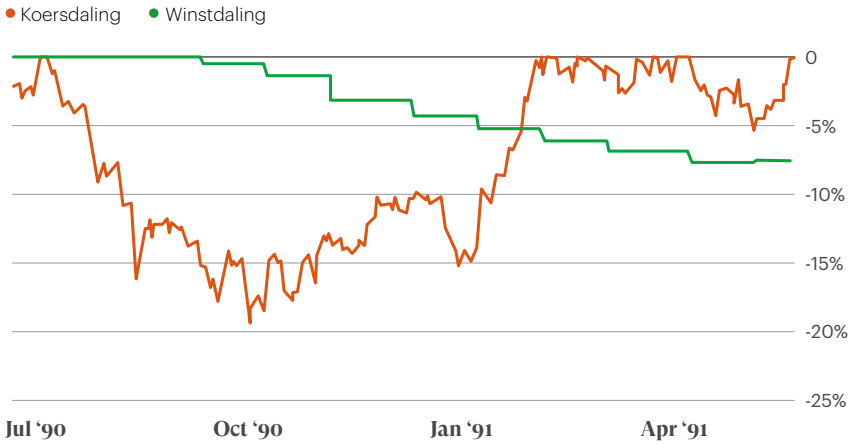
Het heeft dus -in het algemeen- weinig zin om in moeilijke beurstijden drastisch risico af te bouwen en afgestrafte gezondheids- of technologie-aandelen om te ruilen voor defensieve aandelen of misschien zelfs in cash te gaan. Dan is het al te laat. De geïnformeerde aandelenbelegger stuurt zijn aandelenselectie strategisch bij, maar behoudt zijn blootstelling aan kwaliteitsaandelen en wacht de ommekeer in de conjunctuur, en het winstherstel van de bedrijven, geduldig af. De beurs loopt op de feiten voor en zelfs wanneer zich in 2023 een recessie aandient is de kans groot dat de beurs gaat stijgen. Grafiek 5 geeft dit goed aan.
Begin jaren '90 van de vorige eeuw, trad een milde recessie in. De beurs zette de daling (groen) al in voor de winsten (oranje) van de bedrijven begonnen af te nemen. Nadien, begin 1991, zette de beurs het herstel al in terwijl de bedrijfswinsten nog volop aan het dalen waren.

Wat obligaties betreft, zijn de 5-jarige rendementen in EUR zo'n 2.5% toegenomen sinds 2017. Wij gaan er van uit dat de deflatoire krachten die in de periode 2009-2021 de inflatie en de rente op een laag peil hebben gehouden ook na 2022 zullen doorwerken:

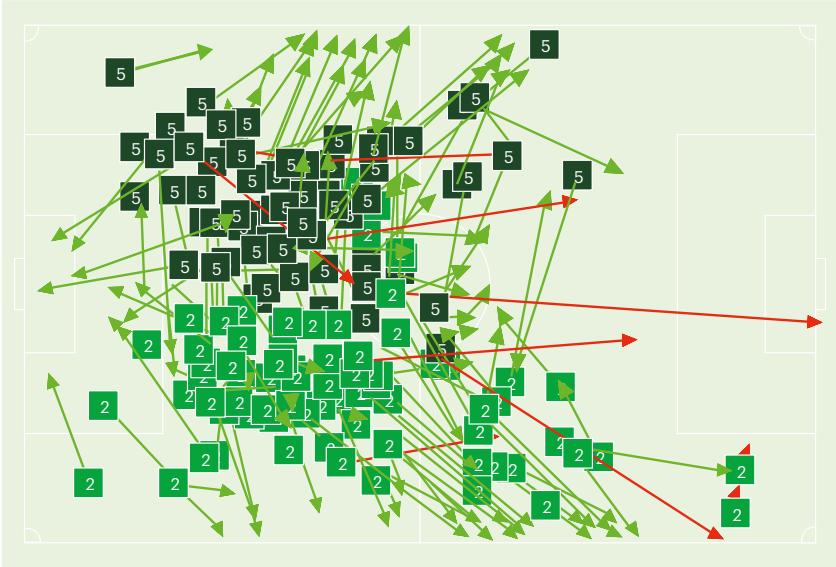
- Vergrijzing
- Technologische vooruitgang
- Globalisering

En bijgevolg lijkt het ons opportuun om de duratie van beleggingen in kwaliteitsobligaties wat te verlengen. •

Grafiek 5: In de vroege jaren '90, was er een aandelen rally desondanks dalende winstverwachtingen Bron: JP Morgan - Outlook 2023



Figuur 1: Passlijnen Axel Witsel – WK-match België VS Marokko
Bron: HLN 28/11/2022 – Duivelse data



SECURITIES
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.securitiesdm.com

DESIGN & PRODUCTION vinix.agency

LE POINT FINANCIER
Copyright © 2023 Securities De Munter.
Alle rechten voorbehouden.

Disclaimer. Dit magazine is een publicatie van Securities 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 Securities 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 Securities 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. Securities 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 Securities De Munter. Deze publicatie is onderworpen aan het Luxemburgs recht en aan de uitsluitende rechtsmacht van de Luxemburgse rechtbanken.