

# Herinnert u zich de recessie van 2023?

Door Jules Stevens & Marc Stevens



Op de beurs heerst constant een klimaat van onzekerheid. Ofwel boert de economie goed en vreest men voor een afkoeling; ofwel draait de economie niet goed en twijfelt men over de mogelijkheden van herstel. Tijdens de zomer van 2024 verschoof de aandacht van inflatie naar recessie- & werkloosheidsvrees. Grafiek 1 toont dat die vrees voornamelijk afkomstig is uit de VS. Daar zagen we sinds begin 2024 de inflatie terugvallen van 3,1% tot 2,5% in september, wat aantoont dat de prijszettingkracht van de economische actoren afkoelt ten gevolge van een lagere vraag.

Logischerwijze gaat deze conjuncturele afkoeling gepaard met een lichte stijging van de werkloosheid: concreet van 3,7% (het niveau van quasi volledige tewerkstelling) tot 4,2%. De drastische renteverhogingen van 0,25% in februari 2022 tot 5,5% in juli 2023 hebben hun effect dus niet gemist. De FED heeft deze afkoeling van de inflatie bekomen zonder een recessie te veroorzaken, wat atypisch is gezien de geschiedenis: elke recessie is in het verleden veroorzaakt door een al te restrictieve FED.

Toegegeven de FED was er in februari 2022 iets te laat bij omdat ze de inflatie opstoot sinds maart 2021 aanvankelijk als transitair beschouwde, maar heeft later dat jaar wel kortdaat ingegrepen en de dramatische fout uit de jaren 1970 niet herhaald.

Maar een drastische bestrijding van galopperende inflatie heeft in het verleden stevast geleid tot sterke renteverhogingen waarvan de restrictieve impact op zijn beurt een recessie uitlokte en dus ook een sterke stijging van de werkloosheid.

Herinnert u zich de recessie van 2023? Neen, en terecht want ze heeft nooit plaats gevonden. Ze was wel wijd en zijd voorspeld op basis van ervaringen uit het verleden. Deze recessie is vooralsnog uitgebleven en daar de inflatiekoorts in grote mate lijkt bestreden te zijn, verschuift de focus van beleggers alsook die van de centrale banken richting werkloosheid. Voor zowel de ECB als de FED, is het moment aangebroken om de rente te verlagen. De ECB was hier reeds aan begonnen in juni 2024 en ook de FED heeft de rente met 50 bps verlaagd in september.

Grafiek 1 : Werkloosheidsgraad en Inflatie (%)

Bron: Bloomberg 11/9/2024

● Werkloosheid ● Inflatie

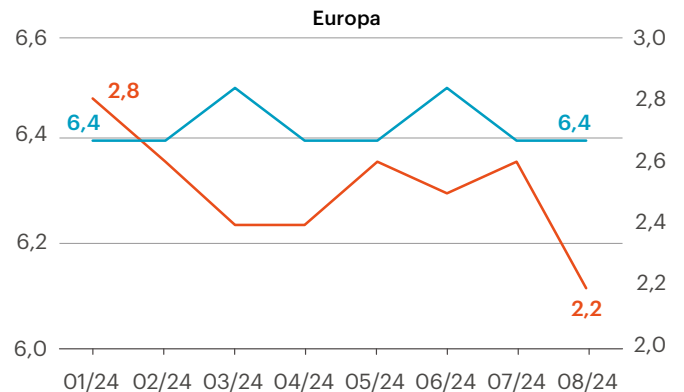
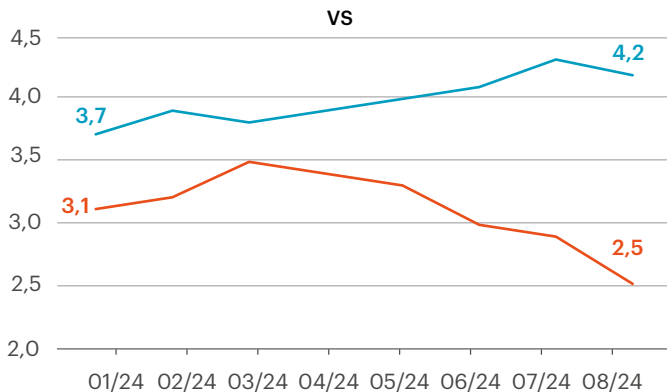




Image: David Paul Morris/Bloomberg

### SAHM-REGEL

Die focusverschuiving is niet onverhoeds gebeurd, maar kwam wel in stroomversnelling op 2 augustus 2024 toen de Amerikaanse werkloosheidsgraad bleek gestegen te zijn van 4,1% naar 4,3%.

Volgens de Sahn-regel luidt een stijging van de 3-maandelijks gemiddelde werkloosheidsgraad met tenminste 0,5% boven het 12-maandelijks gemiddelde, een nakende recessie in.

Een periode van recessie is een termijn van tenminste twee opéévolgende kwartalen van negatieve economische groei. Grafiek 2 toont hoe de Sahn-regel zich in het verleden heeft gedragen in verhouding tot recessie. Er kan een patroon worden opgemaakt waarbij er (1 – oranje) twee kwartalen met negatieve GDP-groei zich voordoen. Hierna (2 – groen) volgt een periode waarbij die negatieve GDP-groei zich doorzet en de Sahn-regel is getriggerd. Tot slot (3 – blauw) krijg je nog een periode waarbij de negatieve GDP-groei ophoudt, doch de Sahn-regel getriggerd blijft. Dit valt te verklaren doordat in tegenstelling tot vertrouwensindicatoren die vooruitkijken, werkloosheid een achterlopende indicator is. Men begint pas werknemers af te danken, nadat de economische activiteit gevoelig is verslechterd.

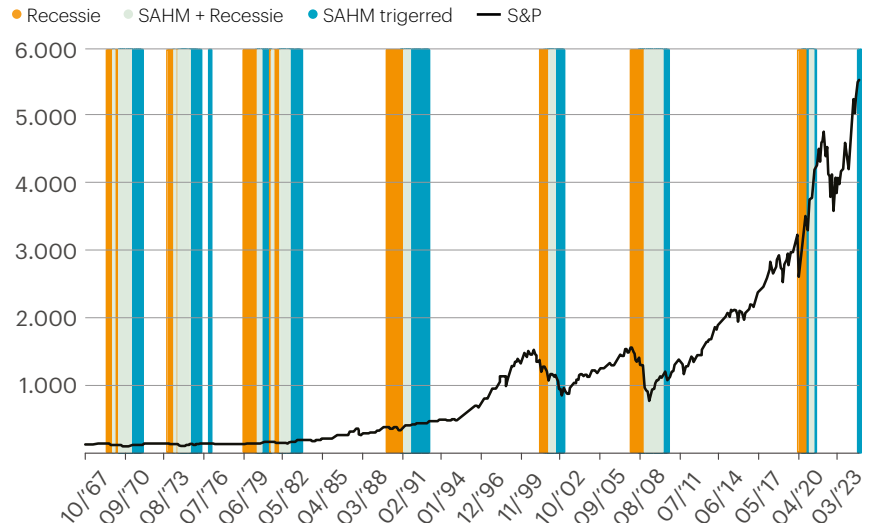
Dat in augustus 2024 Sahn werd getriggerd zonder dat we voordien twee opeenvolgende kwartalen van negatieve GDP-groei hebben gezien, is naar historische normen uitzonderlijk. Een verklaring kan zijn dat de stijging van het werkloosheidspercentage niet zozeer het gevolg is van een stijging van het aantal werklozen, maar wel omdat er meer participanten tot de beroepsbevolking zijn toegetreden, via migratie bijvoorbeeld. Dit is ook effectief het geval want de actieve Amerikaanse beroepsbevolking is in 2024 altijd blijven toenemen.

**Sahn-regel**

Volgens de Sahn-regel luidt een stijging van de 3-maandelijks gemiddelde werkloosheidsgraad met tenminste 0,5% boven het 12-maandelijks gemiddelde, een nakende recessie in.

Grafiek 2: Sahn-regel, GDP recessie & S&P 500 (Oct 1967 – Aug 2024)

Bron: St Louis FED, Bloomberg 13/9/2024



Werkloosheid kan stijgen omwille van een verzwakkende economie (mensen verliezen hun werk, zijn klaar met een tijdelijke job of verlaten hun job), maar kan eveneens stijgen om neutrale redenen (hoger aanbod van toetreders tot de beroepsbevolking dan vraag). Sinds augustus 2023 is de werkloosheidsgraad toegenomen van 3,8% tot 4,2% in augustus 2024. Dat is een stijging van 10,52%. Het aantal werklozen is over diezelfde periode sneller gestegen met 12%. Dan is de vraag of deze stijging werd veroorzaakt door negatieve effecten dan wel neutrale. Grafiek 3 toont de verschillende categorieën van werklozen

en hoe ze zich verhouden t.o.v. elkaar. Wanneer we de groei in elke categorie gaan berekenen als volgt:

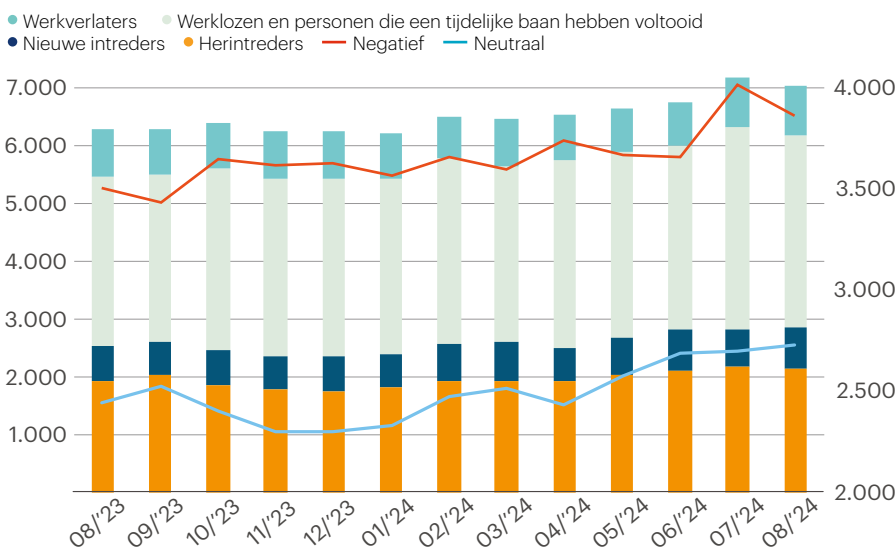
	Aug '23 - Aug '24
Werklozen en personen die een tijdelijke baan hebben voltooid	+ 13,0%
Werkverlaters	+ 5,1%
Herintreders	+ 10,4%
Nieuwe intreders	+ 21,3%

Dan wordt duidelijk dat het aantal nieuwe toetreders tot de arbeidsmarkt, aanzienlijk gegroeid is. Al dient toch vermeld te worden dat bij het triggeren van de Sahn-regel, o.b.v. de werkloosheidsdata van juli

2024, het aantal 'Werklozen en personen die een tijdelijke baan hebben voltooid' sterk toenam. Dit lijkt ons eerder een negatieve driver. Er zijn dus zowel positieve als negatieve zaken van af te leiden en ook al achten wij een zachte landing meer dan waarschijnlijk, we sluiten een recessie niet volledig uit. Economie is geen exacte wetenschap en economen die anders beweren zijn ongeloofwaardig. Claudia Sahn, de uitvindster van de Sahn-regel, gaf zelf aan dat de arbeidsmarkt sinds begin 2024, te stevig afkoelde. Om die reden acht zij een renteverlaging van 50bps beter dan 25bps, als bijsturing om de afzwakking op de arbeidsmarkt af te remmen.

**Grafiek 3: Arbeidsmarkt VS**

Bron: US Bureau of Labor Statistics

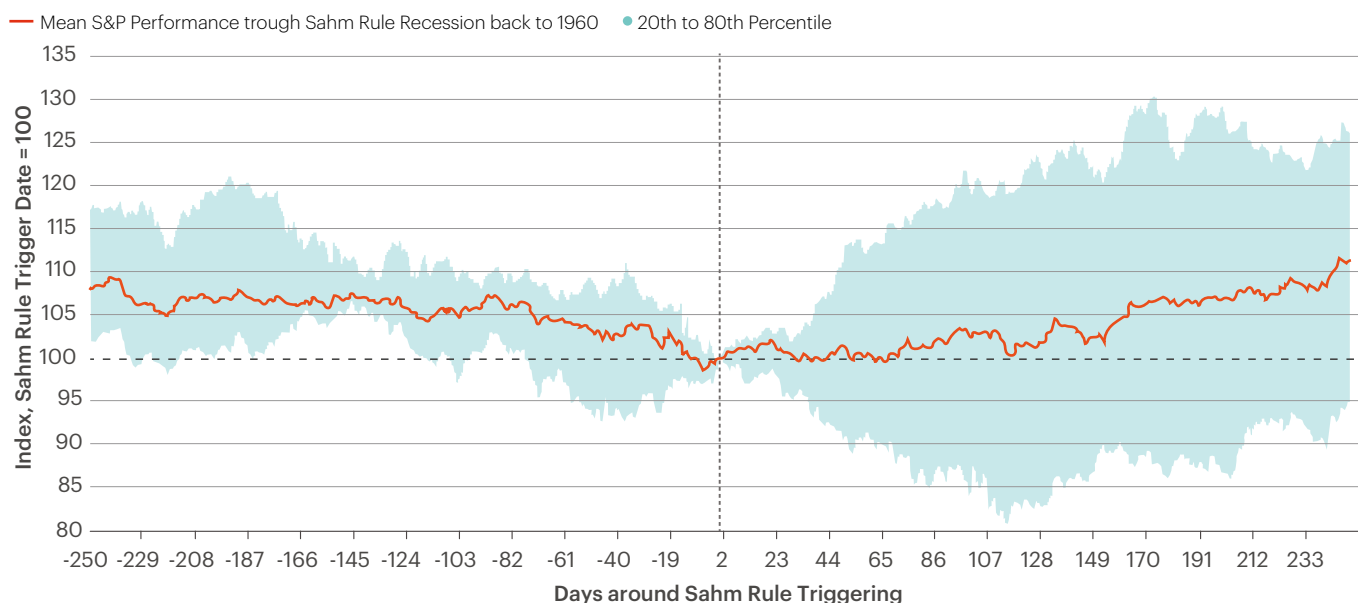


De relatie tussen de Sahn-regel en een recessie is statistisch aangetoond en fundamenteel ook logisch te begrijpen.

Maar wat betekent dit nu voor de aandelenbeurzen? Grafiek 4 geeft aan dat S&P 500, na het triggeren van de Sahn-regel, een bodempunt heeft bereikt. Onder het 20ste percentiel, evolueert de S&P -20% na ongeveer 107 dagen. Maar onder het 80ste percentiel levert de S&P 30% op na ongeveer 180 dagen. Dit houdt in dat na het triggeren van de Sahn-regel, gemiddeld gezien de beurzen stijgen. Conclusie, de beurs kijkt vooruit en een getriggerde Sahn-regel is geen reden tot paniek.

**Grafiek 4: Sahn-regel en S&P rendement**

Bron: St Louis FED, S&P Global, Macrobond





Claudia Sahn ©Jared Soares/Bloomberg



Foto: bloomberg.com

## RENTEVERLAGINGEN

Uit het voorgaande besluiten we dat de tijd rijp is om het restrictieve beleid terug te schroeven en een meer neutraal beleid te voeren door de rente te verlagen. Voor de economie -en dus ook voor de beurzen- zorgt dit voor enige stimulus zolang de huidige positieve conjunctuur zich kan doorzetten en er zich geen recessie voordoet.

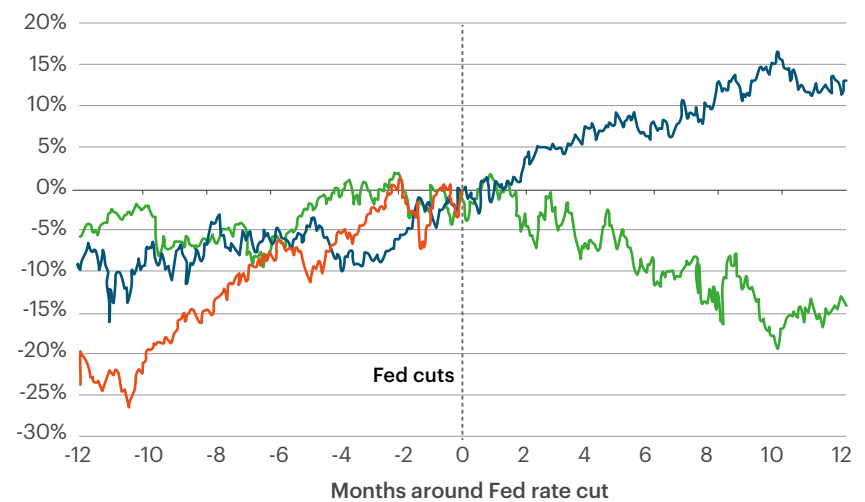
De S&P 500 daalt gemiddeld gezien rond de 15%, binnen de twaalf maanden na een eerste renteverlaging, wanneer er zich een recessie voordoet (Grafiek 5). Indien er zich echter geen recessie voordoet, zien we een gemiddelde stijgende koersevolutie van >10%. Duidelijk, al zullen we pas in de toekomst met zekerheid weten welk scenario waarheid wordt.

Onze aandacht zal de komende maanden gevestigd blijven op de verder evolutie van de werkloosheid, die historisch laag ligt voor een moment van eerste renteverlaging. Die huidige context van lage werkloosheid maakt het voor de FED een stuk comfortabeler. Hoe hoger het niveau van werkloosheid, hoe minder ruimte voor fouten. Verder toont grafiek 6, dat in de maanden voor een eerste renteverlaging, de werkloosheid typisch zelfs afneemt, waar ze vandaag over de afgelopen maanden is toegenomen. Dit biedt het voordeel aan de FED om te reageren op reeds toegenomen werkloosheid, terwijl ze in het verleden moest anticiperen op verwachte toename in werkloosheid. Werkloosheid is een achterlopende indicator: bedrijven danken pas personeel af wanneer de economische activiteit gevoelig gedaald is, of m.a.w. wanneer de recessie al begonnen is. De huidige situatie is dus ten tweede male atypisch.

## Grafiek 5: S&P koersevolutie rond eerste renteverlaging

Bron: Goldman Sachs Global Investment Research

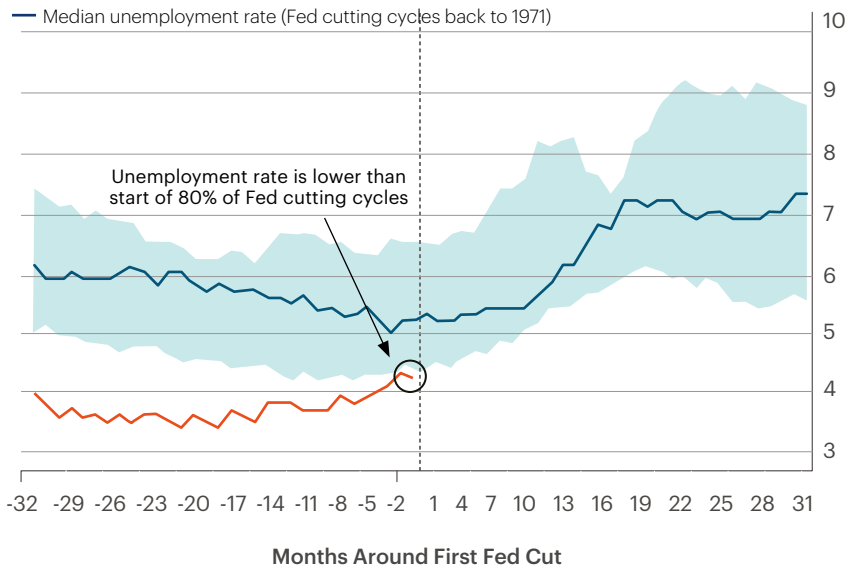
- Current (indexed as if first Fed cut was today)
- Median when economy avoids recession during next 12 months (n=5)
- Median when economy enters recession within 12 months (n=3)



## Grafiek 6: Werkloosheidsgraad op moment rond renteverlaging

Bron: RBC, Bloomberg

- Unemployment rate today
- 20th to 80th percentile
- Median unemployment rate (Fed cutting cycles back to 1971)



Dan rest nog het discussiepunt van hoeveel de centrale banken dienen te verlagen? Het lastige met het wijzigen van een rentebeleid is dat een aanpassing twee signalen uitstuurt: enerzijds het mathematische effect van een renteverlaging op het niveau van de risicovrije rente en alle cartesiaanse berekeningen die daarop gebaseerd zijn.

Anderzijds -ook en minstens even belangrijk- het psychologisch effect op het ondernemers- en consumentenvertrouwen. Mocht de renteverlaging als te ingrijpend beschouwd worden, het effect zou wel eens contraproductief kunnen zijn, omdat de economische actoren het als een paniecreactie op slechte vooruitzichten kunnen lezen, zoals in het verleden dikwijls is gebleken. Het huidige niveau van 5,25% bij een inflatie van 2,5% is nog steeds restrictief, zodat er nog heel wat renteverlagingen zullen volgen indien de inflatie laag blijft. Maar de aanpassing van restrictief naar neutraal zal geleidelijk gebeuren.

Het verleden sinds '90 toont ons in (tabel 1) een interessante statistiek:

- eerste renteverlaging van 25bps in de cyclus, wordt in de jaren erop gevolgd door boerjaren op de beurs.
- eerste renteverlaging van 50 bps in de cyclus, blijkt het tegenovergestelde resultaat op de beurs te bewerkstelligen

Louter hierop gebaseerd, kan de renteverlaging van de FED op 20 september 2024 met 50bps als negatief beschouwd worden. Al zijn de recessies uit 2001 (Dotcom bubbel) en 2008 (Grote Financiële crisis) niet te vergelijken met vandaag op het vlak van waarderingen, GDP-groei of werkloosheid. Jerome Powell, voorzitter van de FED, gaf aan in zijn toespraak dat deze 50bps geen voorbode moeten zijn van een gedwongen stimulerend traject van verdere verlagingen noch van achter de curve aan te hollen.

Vanwege het psychologische aspect van rentewijzigingen, hadden wij misschien liever een renteverlaging van 25bps gezien.

Maar voor ons primeert de fundamentele conclusie dat een renteniveau van 5,25% à 5,75%

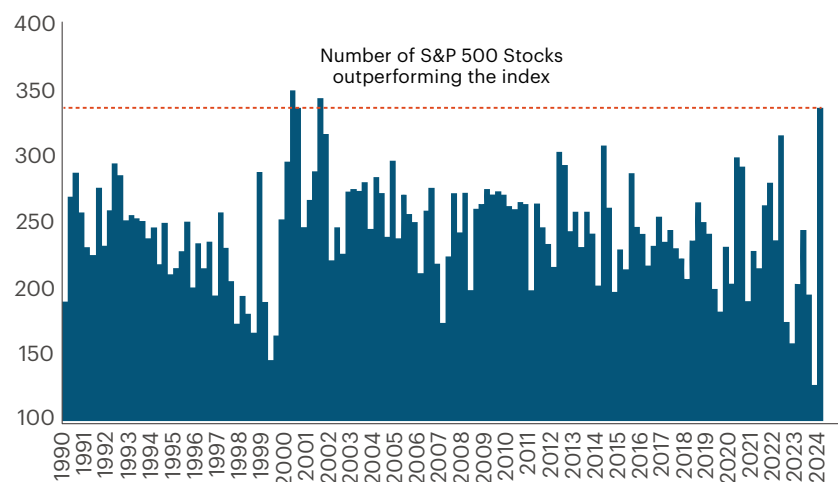
**Tabel 1: Renteverlaging 25 dan wel 50bps**

Bron: Charlie Bilello

First Fed Rate Cut after a hiking cycle			S&P 500 Forward Total Returns				
First Fed Rate Cut	Move	Fed Funds Rate after Cut	1 Year	2 Year	3 Year	4 Year	5 Year
8/1/2019	25 bps cut	2,00% - 2,25%	13,0%	54,1%	46,6%	65,7%	100,1%
9/18/2007	50 bps cut	4,75%	-18,9%	-26,3%	-20,7%	-12,6%	7,2%
1/3/2001	50 bps cut	6,00%	-12,4%	-30,6%	-13,7%	-4,8%	2,3%
9/29/1998	25 bps cut	5,25%	22,5%	40,4%	3,0%	-16,9%	3,0%
7/6/1995	25 bps cut	5,75%	21,5%	72,9%	121,7%	169,6%	186,4%
<b>Average all periods (1995 - 2024)</b>			<b>11,6%</b>	<b>23,6%</b>	<b>36,3%</b>	<b>48,8%</b>	<b>59,4%</b>

**Grafiek 7: Rendementconcentratie binnen S&P**

Bron: Barchart, BMO



duidelijk te restrictief is voor de huidige gang van zaken – zelfs in de VSA.

Een eenvoudiger te voorspellen effect van zulke renteverlaging, heeft betrekking op de concentratie van rendement binnen de index. Lagere rente biedt meer ademruimte voor zij die vertrouwen op geleend geld, typisch de kleinere bedrijven. Vorig jaar werd het beursrendement gedragen door een zevental megacap-aandelen, terwijl dit jaar sinds 2002, een recordaantal aan aandelen de index S&P outperformed. (Grafiek 7)

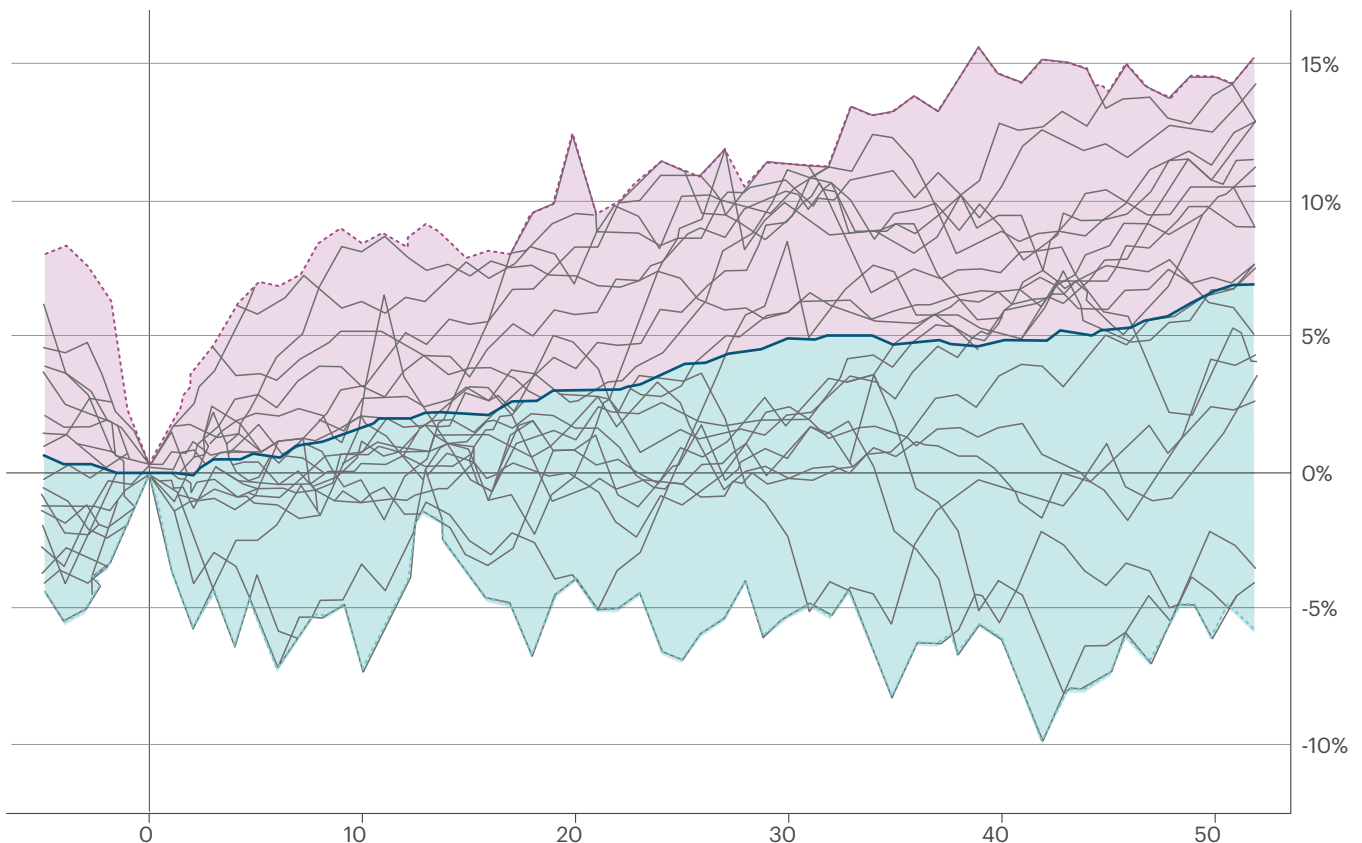
De beurs verwacht dat renteverlagingen dus voornamelijk een extra voordeel bieden aan die bedrijven wier balans niet bulkt van de cash, wat wel het geval was bij de magnificent seven bijvoorbeeld.



Grafiek 8: Equal weighted S&P (SPW) / Market Cap weighted S&P (SPX)

Bron: Damanick Dantes, Bloomberg

— Maximum — Mininum — Average



**Mocht de renteverlaging als te ingrijpend beschouwd worden, het effect zou wel eens contraproductief kunnen zijn, omdat de economische actoren het als een paniecreactie op slechte vooruitzichten kunnen lezen**

Ook grafiek 8 toont aan dat na een renteverlaging van 50bps de concentratie van het beursrendement zich verspreidt. Het rendement van de Equal Weighted S&P-index (SPW) wordt vergeleken met dat van de Market Cap weighted S&P-index. SPW gaat aan elk aandeel binnen het universum van 500 een gelijk gewicht toekennen van 0,2%. Ze herbalanceren deze gewichten vervolgens elk kwartaal. De SPX baseert zich dan weer op de beurswaarde om het gewicht van een aandeel te laten bepalen. Wanneer de verhouding van SPW/SPX stijgt, wat na een renteverlaging van 50bps gemiddeld het geval is, betekent dit dat er meer aandelen bijdragen aan het rendement. Concreet betekent dit voor ons dat het belang van diversificatie in de nabije toekomst zal toenemen.

We zijn in een volgend stadium beland van economische conjunctuur, waarbij de focus is verschoven van inflatie naar werkloosheid. Dit gaat gepaard met renteverlagingen, waarbij net zoals bij de renteverhogingen iedereen zijn mening heeft over de frequentie en de omvang. De crux blijft het al dan niet voordoen van een recessie, deze de woeligheid op de beurs zal bepalen. De nog steeds lage werkloosheid in combinatie met gezonde GDP-groei, zouden ons door deze overgangsfase van de economische conjunctuur kunnen voeren zonder dat er zich een recessie heeft voorgedaan. De renteverlagingen vormen de ingang naar het begin van een volgende periode van positieve conjunctuur. Het scenario van soft-landing blijft intact. •



SECURITIES  
DE MUNTER

**LUXEMBURG**  
120, Boulevard de la Pétrusse  
L-2330 Luxembourg  
Tel (+352) 453929-1

**BELGIË**  
Franklin Rooseveltlaan 142  
B-1050 Brussel  
Tel (+32) 2 230 32 27

Jan Van Rijswijcklaan 200  
B-2020 Antwerpen  
Tel (+32) 3 220 00 60

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

**Disclaimer.** Dit magazine is een publicatie van Securities De Munter, gereguleerd 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.

DESIGN & PRODUCTION vinix.agency

**LE POINT FINANCIER**  
Copyright © 2024 Securities De Munter.  
Alle rechten voorbehouden.