

Tina has left the building, Mr. Recession is knocking on the door.



Sven Sterckx
Member of the Board of Directors
Dierickx Leys Private Bank

ABSTRACT

2022 was a year of surprises, not only for investors but also for economists and politicians. The war in Ukraine unleashed hyperinflation, resulting in rising interest rates. These rising interest rates then caused a sharp drop in the stock- and bond market.

What will it be in 2023? Will it be a continuation of last year's malaise, or will it clear up so that 2023 will be a good year? Sven Sterckx, member of the Board of Directors of Dierickx Leys Private Bank, provides insight into the bank's vision of the coming year.

Inleiding

2022 was een jaar vol verrassingen, niet enkel voor beleggers maar ook voor economen en politici. De oorlog in Oekraïne ontketende een hyperinflatie met een stijgende rente tot gevolg. Die stijgende rente zorgde op zijn beurt voor een sterke daling op de aandelenmarkt maar ook op de obligatiemarkt. Wat zal 2023 ons brengen? Wordt het een verderzetting van de malaise van vorig jaar of klaart het op en wordt 2023 toch een goed jaar? Sven Sterckx, Directielid van Dierickx Leys Private Bank, geeft inzicht in de visie van de bank voor het komende jaar.

De onzichtbare recessie

Het is steeds uitkijken naar de jaarvergadering van het Internationaal Monetair Fonds (IMF). Samen met de zusterinstelling, de Wereldbank, geven zij plichtsgetrouw hun macro-economische vooruitzichten voor het komende jaar. Einde vorig jaar waarschuwden deze supranationale instanties voor een wereldwijde recessie.

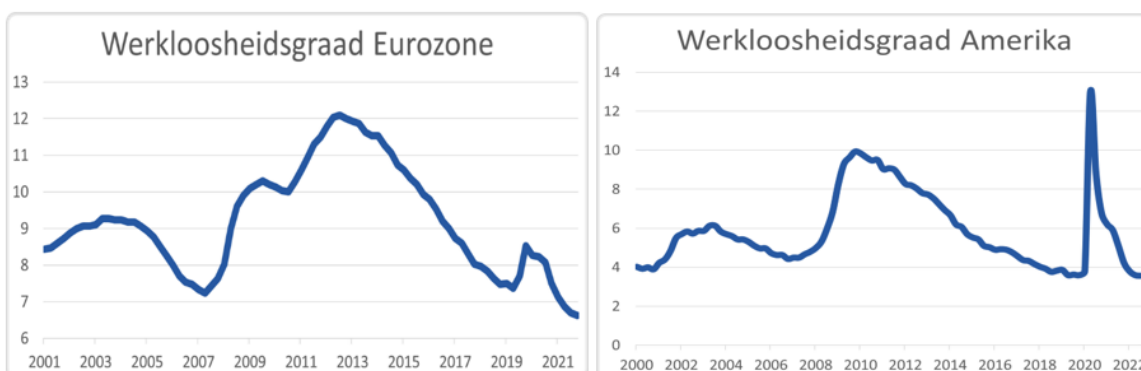
Volgens Dhr. Malpass, de topman van de Wereldbank, is de economische groei in de geïndustrialiseerde landen aan het afnemen en zorgt de stijging van de dollar voor problemen in lageinkomenslanden. De toenemende energieprijzen vormen rechtstreeks en onrechtstreeks een probleem voor de economische groei. Deze stijging veroorzaakt immers een hoge inflatie die

consumenten aanzet tot een voorzichtig bestedingspatroon. Daarnaast is de gestegen rente een bijkomend probleem voor de landen en bedrijven met een hoge schuldenberg.

De economische voorspellingen van het IMF zetten jaarlijks de toon en worden al vlug overgenomen door andere instellingen en banken. Nagenoeg iedereen verwacht momenteel een recessie.

Deze aangekondigde recessie is echter niet terug te vinden in de cijfers. Als we alle naoorlogse crisissen bekijken, merken we een terugkerend patroon op. Elke recessie wordt gekenmerkt door een krimpende economie, één tot drie kwartalen aan een stuk, dalende bedrijfswinsten en een stijgende werkloosheid. Grafiek 1 geeft de werkloosheidsgraad weer in Amerika en in Europa. Op deze grafiek kan je zien dat bij voorgaande recessies, bijvoorbeeld 2000 of 2008, het werkloosheidscijfer steeg. Vandaag zien we echter geen stijging van de werkloosheid, noch in Amerika noch in Europa. De werkloosheid in de respectievelijke continenten is eerder aan het dalen, en staat zelfs op het laagste niveau in zeer lange tijd. Deze parameter suggereert dat de Amerikaanse en Europese economie niet in recessie zijn.

Grafiek1 a /b werkloosheid in Amerika en Europa



Bron: Bloomberg

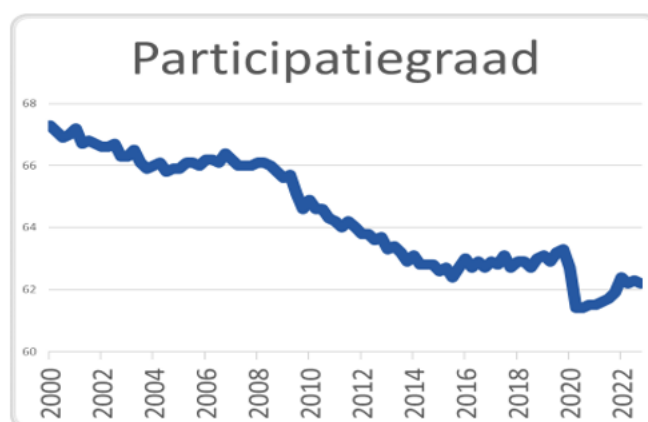
De Covid crisis legde voor de eerste keer de kracht van de huidige arbeidsmarkt bloot. Om Covid-19 het hoofd te bieden werd de economie van de ene op de andere moment stil gelegd. Bedrijven konden niet anders dan mensen ontslaan. Bij het heropenen van de economie kwamen een aantal bedrijven in de problemen. Ze vonden onvoldoende mensen om al die jobs terug op te vullen. De mensen die midden vorig jaar op reis vertrokken met de vlieger hebben dit zeker gemerkt. De wachtrijen werden steeds langer. De luchthavens kampten met een personeelstekort. Het was zo erg dat verschillende luchthavens zelfs vluchten moest schrappen.

Grafiek 2, welke de participatiegraad in Amerika weergeeft, laat het probleem van personeelstekort duidelijk zien. De participatiegraad geeft aan welk percentage van de mensen die geschikt zijn om te werken ook daadwerkelijk aan het werk zijn. De knik in de participatiegraad begin 2020 is ingegeven door het stilleggen van de economie om het aantal Covid besmettingen te beperken. Het feit dat de

participatiegraad na Covid niet herstelt tot het niveau voor de pandemie geeft aan dat miljoenen Amerikanen niet meer zijn teruggekeerd naar de arbeidsmarkt omdat ze bijvoorbeeld vervroegd met pensioen zijn gegaan.

De belangrijkste reden voor de ijzersterke arbeidsmarkt moeten we zoeken bij demografische factoren. De babyboomgeneratie is effectief met pensioen gegaan. De jobs van een grote generatie moeten nu worden opgevangen door een kleinere generatie. Dit probleem zal niet onmiddellijk zijn opgelost. Voorlopig blijft het aantal openstaande jobs verder stijgen.

Grafiek 2: Participatiegraad



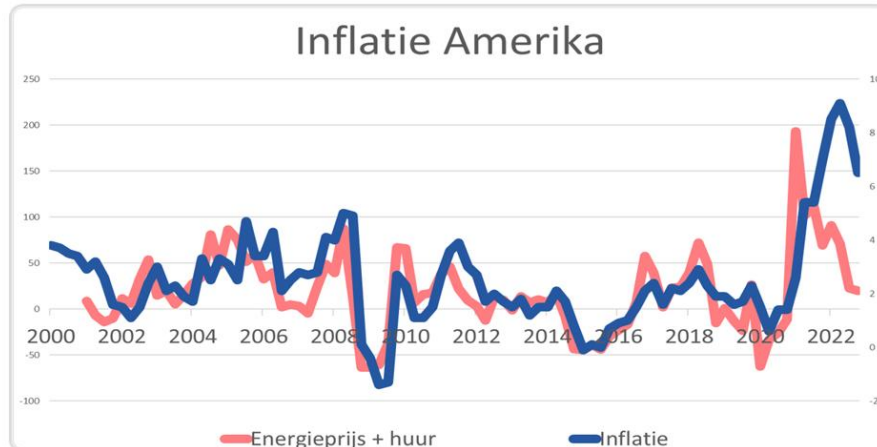
Het mag duidelijk zijn dat noch Amerika, noch Europa vandaag in recessie is. Maar misschien heeft het IMF gelijk als ze zeggen dat het ergste nog moet komen? Misschien moet de recessie nog beginnen en zal over enkele maanden de werkloosheid stijgen. Om hierop een antwoord te formuleren is het belangrijk om naar de oorzaak van de huidige crisis te gaan.

Oorzaak van de crisis

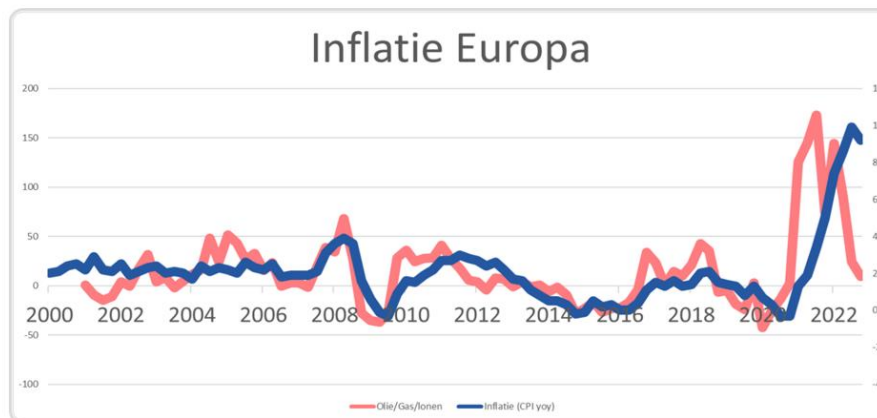
We hebben vandaag te maken met een inflatiecrisis. In 2022 steeg de inflatie naar absolute recordniveaus. De inflatie in Europa steeg tot 10,7% wat het hoogste cijfer is sinds de start van de metingen in 1997, twee jaar voor de invoering van de euro. Voor België moeten we teruggaan naar 1975 om een even hoge inflatie terug te vinden. In Duitsland ligt de inflatie op het hoogste peil sinds december 1951. De blauwe lijn in *grafiek 3* geeft het verloop weer van de inflatie (CPI yoy). Zoals aangegeven steeg de inflatie vorig jaar zeer sterk. Dierickx Leys gaat ervan uit dat deze inflatie relatief snel zal terugvallen. Om dit te verklaren wil ik de aandacht vestigen op de rode lijn wat een zelf berekende (voorlopende) indicator is. Het geeft de prijsevolutie weer van een korf bestaande uit energie samen met huurprijzen voor Amerika en energie samen met uurlonen voor Europa. Deze indicator geeft duidelijk aan dat de primaire inflatie al is teruggevallen naar ongeveer 2%. Dat de gerapporteerde inflatie niet onmiddellijk volgt is te wijten aan secundaire inflatie of het nog

doorrekenen van de gestegen kosten van het verleden naar de eindklant. De secundaire inflatie zal de komende maanden sterk dalen.

Grafiek 3 Inflatie Amerika



Grafiek 4: Inflatie Europa



Als we uitgaan van een dalende inflatie of een normaliserende inflatie, valt de oorzaak van de huidige crisis weg en bijgevolg achten we het mogelijk dat er ook in 2023 geen recessie komt in Amerika en in Europa, behalve de landen met een sterke afhankelijkheid van Rusland.

Taak van de centrale bankier

De taak van de centrale bankier is duidelijk. Zowel de Amerikaanse als de Europese centrale bank hebben als hoofddoelstelling het handhaven van prijsstabiliteit. De prijsstabiliteit is van essentieel belang om de economische groei te handhaven, de andere doelstelling van de centrale bank. In de schoolboeken staat geschreven dat de centrale bank de rente moet optrekken om de inflatie te beteugelen. Dit klopt echter slechts gedeeltelijk. Het optrekken van de rente helpt niet altijd om de inflatie te bestrijden. De oorzaak van de inflatie is belangrijk om te bepalen of een rentestijging zal helpen om de inflatie naar beneden te krijgen of niet.



- Inflatie aan de vraagzijde
Deze inflatie ontstaat langs de vraagzijde van de economie, met name wanneer consumenten, voor welke reden dan ook, meer gaan consumeren. Hierdoor stijgt de vraag naar goederen en of diensten sneller dan de economie ze kan produceren. De gestegen vraag resulteert in prijsstijgingen.
- Cost-push inflatie
Deze inflatie ontstaat langs de aanbodzijde. Door haperingen in de toeleveringsketen, door een oorlog of door een structureel probleem (onevenwicht) stijgen bepaalde grondstoffen. Deze gestegen productiekosten worden doorgerekend aan de consument.

Vandaag de dag hebben we te maken met een Cost-push inflatie. De energieprijzen evenals de grondstofprijzen zijn sterk gestegen door de oorlog in Oekraïne.

De inflatie die aan de vraagzijde ontstaat, kan de centrale bank bestrijden door de rente te verhogen. Hierdoor zullen consumenten minder lenen of meer geld op de spaarrekening plaatsen en bijgevolg minder consumeren. Het evenwicht tussen vraag en aanbod keert terug.

De Cost-push inflatie die we vandaag meemaken kan de centrale bank niet bestrijden met een renteverhoging. De gestegen rente biedt geen soelaas voor de oorlog in Oekraïne. Het is geen oplossing voor de logistieke problemen en zal het structureel probleem van de Amerikaanse huizenmarkt niet oplossen. *Bij een Cost-push inflatie helpt het niet om de rente te verhogen.* Hierdoor komen vraag en aanbod niet terug in evenwicht.

Is de centrale bank dan verkeerd om de rente op te trekken? Neen, we gaan er dan ook vanuit dat de centrale banken de rente niet hebben verhoogd om de inflatie af te remmen maar wel om de rente te normaliseren. De structureel te lage rente in Amerika en Europa zijn een gevaarlijk spel. Ze wegen op het langetermijngroeiverhaal, verlagen de productiviteit en veroorzaken bubbelvorming bij bepaalde activa. Een normalisatie van de rente en het stoppen van de geldcreatie zorgt ervoor dat de normale economische wetmatigheden terug hun werk kunnen doen, wat de economische stabiliteit op lange termijn ten goede komt.

Een normalisatie van de rente betekent dat de centrale bank de rente plaatst op een niveau dat niet stimulerend, maar evenmin afremmend werkt voor de economie. Dit is de gekende natuurlijke rente of ook wel rentester genoemd. Deze natuurlijke rente kunnen we berekenen. Voor Amerika komt deze uit rond de 4,25% in Europa rond de 2,75%. Dit betekent dat de centrale banken in het eerste kwartaal van dit jaar nog enkele kleine rentestijging zullen doorvoeren.

Tina has left the building

Het beleid van de structureel lage rente heeft niet enkel haar sporen nagelaten op de economie, ook voor de beleggingswereld was de negatieve rente navenant. Het is in deze periode dat het acroniem TINA (*There Is No Alternative*) in de financiële wereld opgang maakte: de rentevoeten zijn zo laag, of zelfs negatief, waardoor obligaties niets opbrengen en er voor beleggers geen alternatieven waren voor aandelen. Met andere woorden zorgde de zoektocht naar een positief rendement ervoor dat

vele beleggers de voorbije jaren het risicoprofiel van hun portefeuille hebben verhoogd. Nu de rente bijna is genormaliseerd is dit het uitgelezen moment om ook het risicoprofiel van uw portefeuille te normaliseren.

De rentestijging vorig jaar heeft ervoor gezorgd dat zowel aandelen als obligaties rendementen met rode inkt schreven. Dit is echter een noodzakelijk kwaad als we op een langere een positief rendement willen halen met obligaties. Niet enkel de rente is gestegen het voorbije jaar. De vrees voor de recessie zorgde ervoor dat ook de credit spread steeg. Een investering in kwalitatief sterke bedrijfsobligaties geeft hierdoor vandaag de dag terug een goed rendement.

Niet enkel voor obligaties, maar ook voor aandelen verwachten wij positieve rendementen in 2023. Alle factoren geven groen licht voor een goed beursjaar. Er is geen recessie op komst, inflatie is eerder aan het dalen en we verwachten de piek rente in het eerste kwartaal van dit jaar. Allemaal positieve signalen voor aandelen. We zijn niet enkel positief voor de Amerikaanse aandelen, maar ook voor de Europese aandelen verwachten wij dat nagenoeg al het slechte nieuws in de koers verrekend zit. Als iedereen verwacht dat er een crisis komt, dan is die ook verrekend in de koersen.

Conclusie

Zowel in Europa als in Amerika gaan we er van uit dat de inflatie dit jaar sterk zal dalen. Dit zal er mede voor zorgen dat de centrale banken de rente niet te veel meer gaan optrekken. Er wordt zeer veel gesproken over de recessie maar in de cijfers zien we deze niet naar boven komen. We verwachten ook niet dat deze zich in 2023 zal manifesteren, afgezien van enkele Europese landen die een te grote afhankelijkheid hebben van Rusland.

Dit schept een positief klimaat voor zowel aandelen als obligaties en is een uitgelezen kans om het oude risicoprofiel van de portefeuille te herstellen.