

Marktanalyse van 05/10/2022.

'Never waste a good crisis!'

In deze marktanalyse gaan we eerst de (talrijke) problemen even schetsen en daarna gaan we dieper in op wat we kunnen verwachten van de financiële markten.

We kunnen er niet om heen, de financiële markten gaan dit jaar door een zware storm, dit is echt geen correctie meer. Een correctie zouden we kunnen definiëren als een tijdelijke daling van ongeveer -10%, maar er is meer aan de hand. De wereldwijde MSCI Index heeft sedert 01/01 een 'prestatie' opgeleverd van -22.28% (cijfer van 03/10/2022). De oorzaken zijn dus fundamenteel en ernstig te noemen.

Laten we eens dieper kijken naar de elementen van deze 'perfect storm'.

Volgens mij zijn er een viertal grote oorzaken van deze malaise:

- Problemen aan de aanbodzijde
- Geopolitieke spanningen wereldwijd
- Krapte op de arbeidsmarkt
- Energie(transitie)

Deze problemen veroorzaken eigenlijk altijd hetzelfde fenomeen en als al deze problemen zich tegelijk manifesteren, krijgen we ook hetzelfde gevolg, maar dan maal vier, namelijk: INFLATIE.

Daar deze oorzaken zich heel snel (na de grote vakantie van 2021 voor de EU) en ongeveer samen hebben voorgedaan, krijgen we een heel snelle opflakking van de inflatie. We zijn opgeschoven van ongeveer 2% naar ongeveer 10%! Daar het de taak is van de Centrale Banken om prijsstabiliteit te garanderen, zijn ze ook begonnen met de rente stelselmatig op te trekken. Eénmaal de rente aan het stijgen gaat, wordt het voor alle marktpartijen: overheden, bedrijven en particulieren duurder om te lenen met als kwalijk gevolg dat de investeringen afnemen en het gevaar op groeivertraging om de hoek kijkt. Dit is waar we in onze vorige marktanalyse al voor gevreesd hadden toen we het over stagflatie hadden, een combinatie van inflatie en stagnatie van de groei van het BBP. Een weinig benijdenswaardig scenario, maar we zitten er wel middenin.

Schematisch kunnen we het als volgt voorstellen:

De prijzen stijgen -> Inflatie stijgt -> Rente Centrale Bank stijgt (om inflatie naar beneden te krijgen)
-> lenen/investeren wordt duurder -> Verdisconteringsfactor toekomstige winsten van bedrijven stijgt (toekomstige winsten worden minder waard)-> beurskoersen dalen.

In bepaalde sectoren, zoals bvb technologie, zijn die toekomstige winsten verder in de toekomst. En hoe verder in de toekomst mét een hogere interestvoet, hoe lager de uitkomst of beurskoers van de berekening.

Hoe komt het nu dat we plots met die inflatie of algemeen stijgend prijsniveau zitten?

Problemen aan de aanbodzijde.

De prijs is het kruispunt waar vraag en aanbod elkaar ontmoeten. Die prijs kan stijgen (leidt tot inflatie) door ofwel:

- Een stijgende vraag bij gelijkblijvend aanbod
- Een stijgende vraag bij een dalend aanbod
- Een dalend aanbod bij een gelijkblijvende of stijgende vraag

Als we even 2 continenten, de VS en Europa, met elkaar vergelijken, dan kunnen we toch een aantal verschilpunten zien. Vermoedelijk zijn de problemen aan de aanbodzijde meer aanwezig in de EU dan in de VS. De VS is zelfbedruipend in haar voorzieningen alsook voor veel van haar nodige grondstoffen, terwijl de EU zich afhankelijk heeft gemaakt, deels uit noodzaak wegens het gebrek aan grondstoffen, van andere leveranciers waar nu problemen opduiken. Door de globalisering zijn we met de EU op zoek gegaan naar de goedkoopste productie van (half)fabrikaten die we dan invoeren om verder af te werken of om te verkopen. Die goedkoopste productie lag helaas niet binnen de EU, maar er buiten en voornamelijk in het Oosten, China. Indien daar het productieapparaat stopt, dan hebben we geen halffabrikaten (zoals bepaalde onderdelen voor de automobiel- of bouwsector) meer of indien de grondstoffen hier niet geraken wegens het stilliggen van de logistieke ketting, dan komen we hier in de problemen. Door diverse lock-downs van steden (wegens nultolerantie voor COVID), kunnen de mensen niet naar hun werk, liggen de fabrieken stil, is er geen of te weinig aanbod, geen uitvoer naar de EU etc...waardoor de prijs stijgt.

Geopolitieke spanningen wereldwijd.

Ondanks het feit dat Oekraïne bepaalde delen van de Russisch zelfverklaarde geannexeerde gebieden aan het herinnemen is, is het te vrezen dat Poetin dit niet blauw blauw zal laten. Een kat in het nauw... Het jammere is dat ook andere 'sterke leiders' hun kans zien om ook met de spierballen te rollen en zou China wel eens een gelijkaardige zet kunnen doen in Taiwan. Ook de Noord-Koreaanse leider heeft niet veel nodig om op de kar te springen. Dit alles zou kunnen leiden tot een verdere escalatie waar (on)rechtstreeks ook de NAVO ongewild bij betrokken geraakt op basis van bvb nucleaire fall out in een NAVO land, waardoor Art 5 zou kunnen geactiveerd worden (als één land van de NAVO wordt aangevallen, ...). In alle geval zijn de partijen niet meer 'on speaking terms' en dat is nooit goed.



Wat is de impact hiervan op de inflatie? Oorlog is steeds een aansteker van inflatie door schaarste. Welnu, we ondervinden het elke dag. Zoals hierboven (problemen aan de aanbodzijde) gesteld, hebben we ons 'in tempore non suspecto' quasi volledig afhankelijk gemaakt voor onze energiebevoorrading aan onze vriend Poetin.



En hij heeft besloten, zoals Charly Chaplin in 'The great dictator' om met ons voeten (je mag ook iets anders bedenken) te spelen: kraantje langzaam dicht draaien, sabotage van pijpleidingen,... met exponentiële stijging van de energieprijzen tot gevolg. Hij heeft er ongetwijfeld zijn plezier in de door onze politici ingevoerde sancties te zien ontploffen in ons eigen gezicht. Hij zal er alleszins geen boterham voor laten. Gevreesd wordt dat de sancties een stuk hun doel (stoppen van de oorlog) voorbij schieten en dat ze terecht komen waar ze eigenlijk niet moeten terecht komen: bij de reeds arme Russische bevolking. In zijn geest komt de Russische Staat op de eerste plaats (en niet de bevolking) en hij ziet zichzelf daar als de verpersoonlijking van. Hij is een 'oneway street' ingestapt en kan/wil er niet meer uit.

De economische impact op de VS is veel minder, tenzij het conflict zou escaleren, maar door hun energie-onafhankelijkheid ondervinden ze veel minder hinder dan de EU.

Krapte op de arbeidsmarkt.

Door de krapte op de arbeidsmarkt, hebben de medewerkers de 'macht' om extra loon te onderhandelen. Dit extra loon wordt door de bedrijven betaald. De bedrijven rekenen die extra kost door aan de klant, waardoor de prijs van hun producten stijgt. Dit leidt dus tot duurdere koopwaar in de winkel met als gevolg: inflatie. Hierdoor daalt de koopkracht van de consument, waardoor de vakbonden opnieuw hogere lonen gaan bepleiten, kortom een vicieuze cirkel.

Eigenlijk raar, maar in de VS hopen de financiële markten om die reden op hogere werkloosheidscijfers. Deze liggen nu iets hoger dan 3% en normaal beschouwt men 6 à 7% als 'volledige tewerkstelling'. Voor elke job in de VS is er maar ½ kandidaat.

Hetzelfde probleem, maar in mindere mate, stelt zich in de EU. Het zijn hier voornamelijk technische profielen die zeer gegeerd zijn.

Dus: krapte op de arbeidsmarkt leidt ook tot inflatie.

Energie(transitie).

Dat we nu te maken hebben met een hogere energie-factuur heeft in de EU voornamelijk te maken met de geopolitieke situatie in Oekraïne zoals hierboven beschreven.



De sterke wereldwijde economische groei van de voorbije decennia, voedde een bijzonder grote vraag naar energie uit fossiele brandstoffen. Het overgrote deel van het wereldwijd economisch productieapparaat draait op fossiele brandstoffen. Er is absoluut een transitie nodig naar meer onafhankelijkheid van fossiele brandstoffen ter bescherming van onze planeet, maar die transitie zal veel tijd én veel investeringen vragen. Dat eerste is gratis, dat tweede wordt duurder en duurder als de rente blijft stijgen. Paradoxaal genoeg, werkt de transitie dus ook de inflatie in de hand.

Genoeg problemen, waar zijn de oplossingen?

Welnu de problemen zullen helaas niet automatisch verdwijnen. Ooit hebben we een eerste minister gehad die het tegendeel beweerde, maar ondertussen weten we beter. De man had ook veel kwaliteiten hoor, daar niet van.

De vraag die we ons stellen, is de volgende: Wanneer komt er een keerpunt in de negatieve trend op de financiële markten?

Hoe graag we het ook zouden willen, maar we kunnen helaas heel weinig doen aan de gestelde problemen (met uitzondering van ons spreekwoordelijke steentje bijdragen aan het milieu), maar we kunnen proberen in te schatten wat de 'trigger' zou kunnen zijn voor de ommekeer en wanneer die in werking zou kunnen treden.

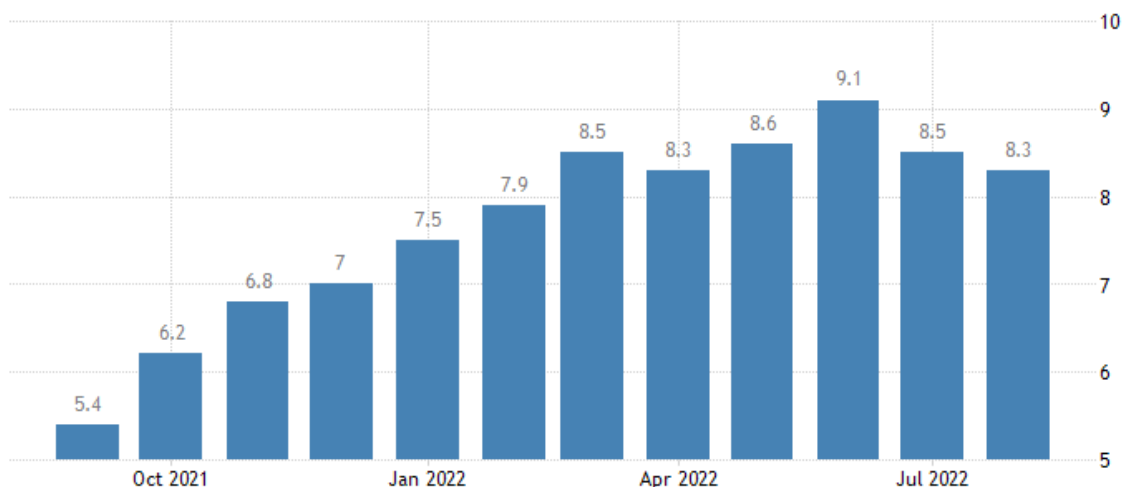
Naar mijn bescheiden mening, zijn er twee mogelijke 'triggers' die een ommeslag in de negatieve trend kunnen veroorzaken:

1. Oplossing voor het conflict in Oekraïne
2. Daling van de inflatie

Een oplossing voor het conflict is zeer ver weg en onvoorspelbaar. In alle geval zou dit de lont uit het energiekruitvat halen en zouden de prijzen van fossiele brandstoffen gevoelig dalen met daling van de inflatie tot gevolg. Ook de bevoorrading van andere grondstoffen zou terug normaliseren tesamen met de algemene geopolitieke situatie, wat altijd inflatietemperend werkt.

Maar helaas, hier moeten we niet veel soelaas van verwachten en hebben we ook geen enkel perspectief.

Wat we wél in de gaten kunnen houden, is de daling van de inflatie in de VS. De inflatie in de VS is er vroeger gekomen dan in de EU en is omhoog geschoten sinds voorjaar 2021 van een normaal niveau tussen de 2 en 4% op jaarbasis, naar iets meer dan 9% in juni 2022. Als we bijgevoegde grafiek bekijken, zien we stilletjes aan een aftopping. De inflatie zal daar ook eerst dalen en daarna pas in de EU.



Rekening houdend met het feit dat de inflatiecijfers steeds berekend worden over een periode van 12 maanden, maandelijks voortschrijdend, zal de berekeningsbasis in de zeer nabije toekomst (november/december) ook veel hoger zijn, waardoor het relatief inflatiecijfer (uitgedrukt in percentages) zal dalen. Met andere woorden: de prijsstijging zal minder worden. En het is juist dit inflatiepercentage dat wordt gepubliceerd en waarop de centrale bank haar rentebeleid op baseert. De centrale bank zal dan minder geneigd zijn haar rente op te trekken of zal haar tempo van rentestijgingen verminderen.

Daar de inflatie eerst in de VS zal dalen, zal de FED eerst haar rentebeleid versoepelen (na de reeds aangekondigde verhogingen) met positieve gevolgen voor de financiële markten in de VS.

Inspelen/Anticiperen op de Recessie.

Sedert enkele maanden zijn de media aan onze zijde in de berichtgeving omtrent de onvermijdelijke recessie. Hoe meer men er over schrijft, hoe minder onverwacht ze zal zijn.



Technisch gezien, spreken we van een recessie als we twee opeenvolgende kwartalen van negatieve groei kennen van de BBP cijfers (Bruto Binnenlands Product). In de conjunctuurcyclus is een recessie de neerwaartse trend van de Kondratieff curve, dit is dus juist voor de herstel-fase. (vermoedelijk einde fase 4 ongeveer)

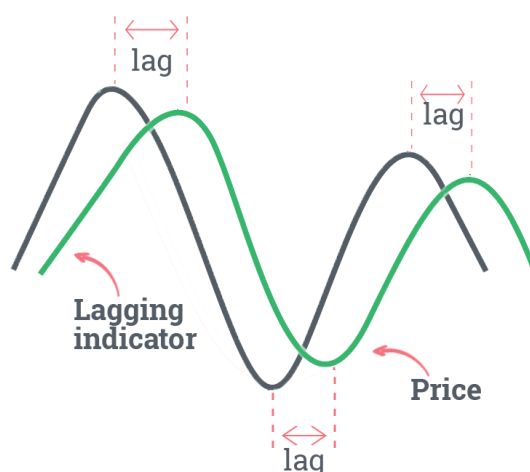
The Stylised Cycle

	REPAIR	RECOVERY	EXPANSION	DOWNTURN
	1	2	3	4
Macro Environment	• Still-challenged and uncertain outlook	• Moderate but improving	• Growth is back, but plateauing	• Weak and deteriorating
Credit Availability	• Borrowing (and lending) is weak	• Accelerating credit growth, but still below historical trend	• Renewed confidence drives private sector debt growth	• Credit growth and availability stalls as confidence shaken
Corp. Aggression	• Companies shore up balance sheets; focus on survival	• Leverage and appetite for risk-taking still low, but rising	• Optimism and credit encourages large-scale M&A and capex	• Companies cut back due to high borrowings, and weakening cashflow

Source: Morgan Stanley Research

De beurzen of de financiële markten zijn in de economie een 'leading indicator' omdat ze rekening houden met toekomstige winsten die op hun beurt naar het nu berekend worden (verdisconteren). Ze lopen voor op de realiteit en hebben daarom een voorspellende waarde. Met andere woorden: de recessie is eigenlijk NU perfect zichtbaar in de beurskoersen. Als de MSCI een YTD prestatie neerzet van -22%, dan kan je echt wel spreken van een 'recessie' op de financiële markten. In de reële economie komt die binnen met een vertraging. Op de beurzen zal het herstel of de expansie ook het eerst ingezet worden en pas na enige tijd zullen we het ondervinden.

De beurzen en de reële economie kennen op het vlak van cycli een gelijkaardig verloop, maar de ene (beurs) loopt voor op de andere (reële economie), met een tijdsinterval (lag).



Een belangrijk gegeven in het komend resultaatenseizoen (voor Q3/2022) zal zijn of de analisten in hun verwachtingen voldoende de recessie hebben ingeschat. De beurzen zullen, zoals steeds, reageren op het verschil tussen de verwachtingen, de geboekte resultaten en de perspectieven.

In alle geval zien we aan de marktreacties dat de financiële markten ergens aan het uitbodemen zijn met schommelingen op die bodem die nog hevig kunnen zijn; positief kan ook hevig hoor.

Ons inziens geen slecht moment om gefractioneerd in te stappen in kwalitatieve activa: wereldwijd actief, marktleider in hun sector, sterke balans, weinig schulden en veel generatie van cash flow.

Zoals altijd zal deze crisis weer een goed instapmoment gebleken zijn: 'Never waste a good crisis'.

Voor wat betreft onze allocatie: we zijn geïnvesteerd gebleven omdat onze activa voldoen aan de criteria van 'kwaliteit', simpel eigenlijk.

Het beperkt percentage small caps hebben we gewijzigd naar Health Care en Infrastructuur, twee sectoren die méér inflatie bestendig zijn.

Vriendelijke groet,

Kris Toulouse

Colaertplein 21 – 8900 IEPER – 057/20.40.00 – FSMA 0476.511.114 – info@toulouse-dudekem.be
– <https://www.toulouse-dudekem.be>