

Economische en Financiële Nieuwsbrief

Quo Vadis?

Het ondenkbare denken: vijf potentiële verrassingen voor 2023

#1 Inflatie is niet onder controle, de jaren zeventig zijn terug!

Inleiding

Elk nieuw jaar brengt, tot frustratie van menig belegger, tal van verrassingen. Sommige, zoals Covid, zijn niet te voorspellen, maar andere - in zekere zin - wel. Vaak zijn we, ondergetekende inclusief, gewoon niet aandachtig genoeg. Waarna het "ondenkbare", zoals de crash van de Amerikaanse vastgoedmarkt in 2008, de Brexit en de Russische invasie in Oekraïne zich toch voltrekt. Quo Vadis wil daarom "het ondenkbare denken", op voorwaarde natuurlijk dat de potentiële scenario's niet zomaar uit een hoge hoed wordt getoverd. Er moeten op zijn minst een aantal solide argumenten te vinden zijn om in te gaan tegen de marktconsensus. Onze potentiële scenario's zijn misschien niet erg waarschijnlijk, maar ze zijn niettemin waarschijnlijker dan algemeen gedacht.

Perikles (ca. 495–429 v.Chr.) wist het al: *Het is niet onze taak om de toekomst te voorspellen, maar om ons op de toekomst voor te bereiden.* Zo is het risico kleiner dat we onaangenaam - of aangenaam - worden verrast.

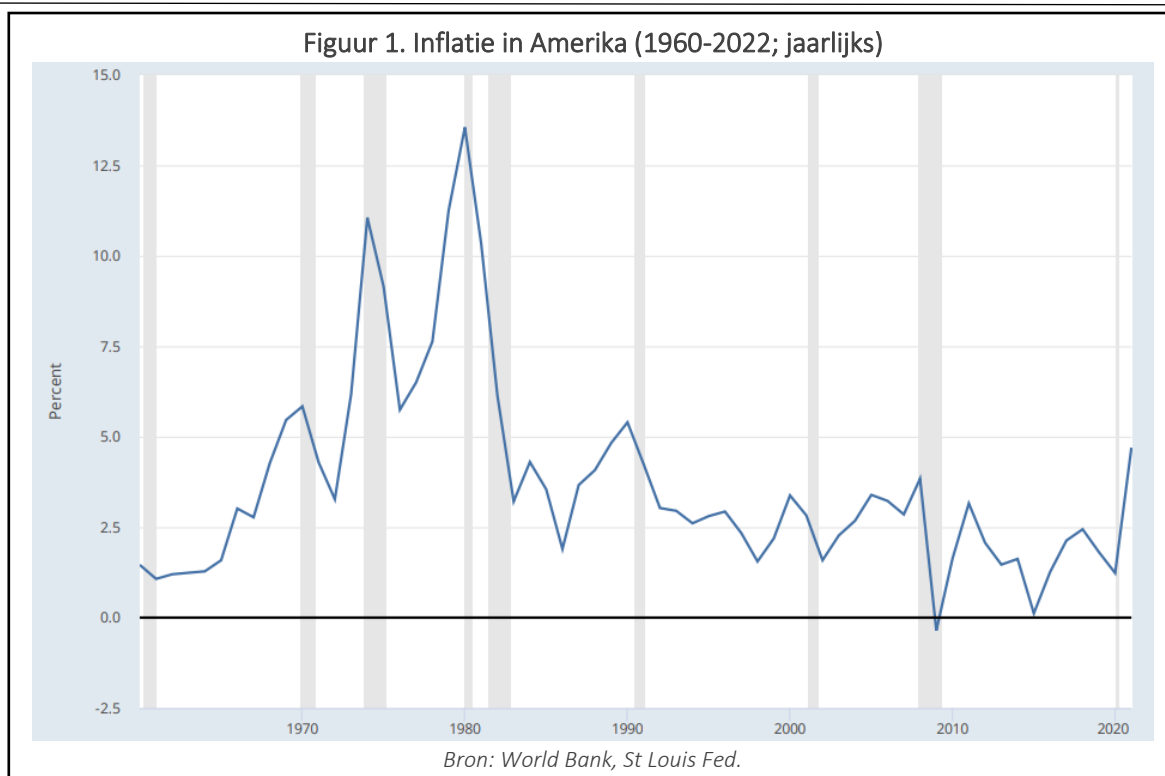
Quo Vadis formuleert vijf potentiële verrassingen voor 2023 in vijf aparte edities. Vandaag de eerste, rond inflatie.

Consensusvisie: "De inflatie zal gevoelig dalen in 2023."

In Amerika is de consensus dat inflatie gradueel zal terugvallen tot 2% eind 2025. In Europa zou de daling wat trager verlopen dan in Amerika, maar het inflatieprobleem zou er ook verdwijnen. Voor de komende 10 jaar verrekent de inflatiebeschermde obligatiemarkt een gemiddelde inflatie rond de 2% en dit zowel in Amerika als in Europa. De centrale banken hebben alles onder controle nietwaar? Hebben zij ons niet gered uit de financiële crisis? En uit de pandemie? Het is ondenkbaar dat de jaren '70 terugkomen!

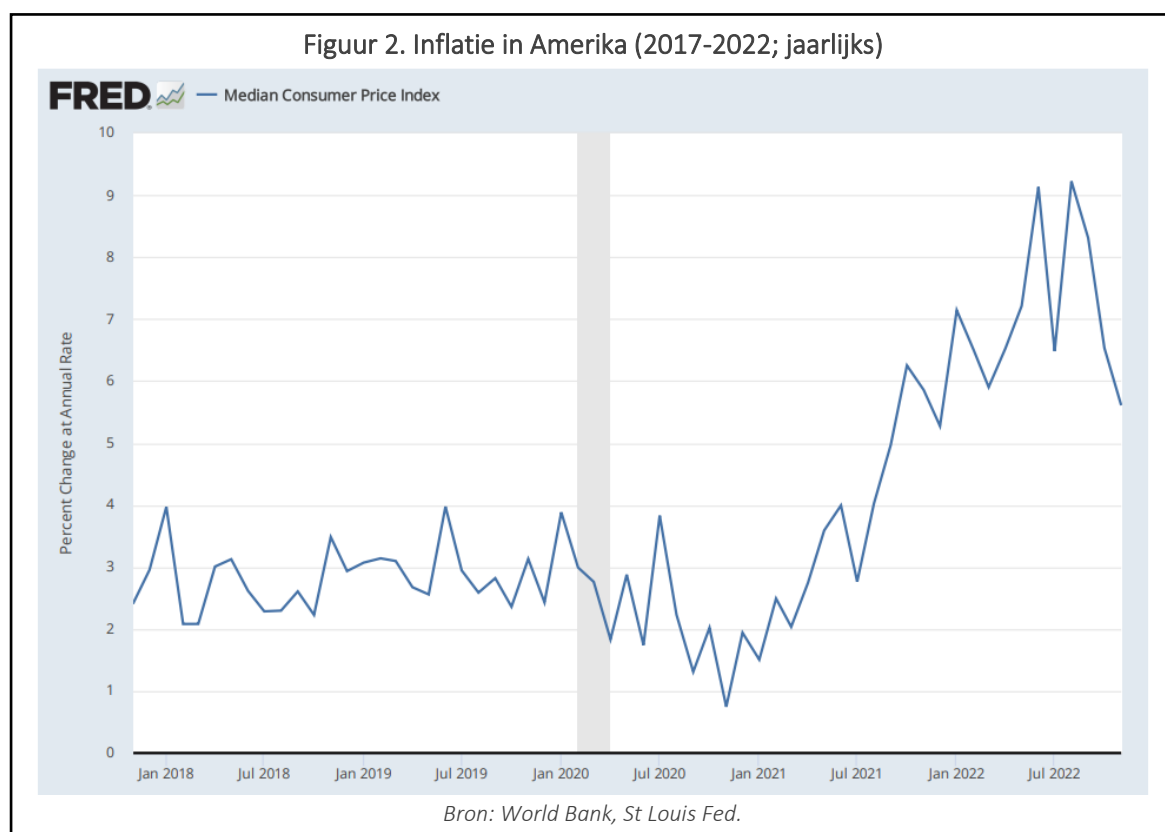
Quo Vadis: "Integendeel, de jaren zeventig zijn terug!"

Het cliché wil dat in de jaren '70 een olieschok de aanzet was tot een lange periode van hyperinflatie. In 1973 brak de Jom Kippoer oorlog uit tussen Israël aan de ene kant en Egypte en Syrië aan de andere. De oorlog leidde inderdaad tot een scherpe stijging van inflatie, maar in realiteit begon de inflatie al fors op te lopen in de tweede helft van de jaren '60. Onderstaande grafiek, die de jaarlijkse evolutie van de Amerikaanse inflatie weergeeft, illustreert dit:

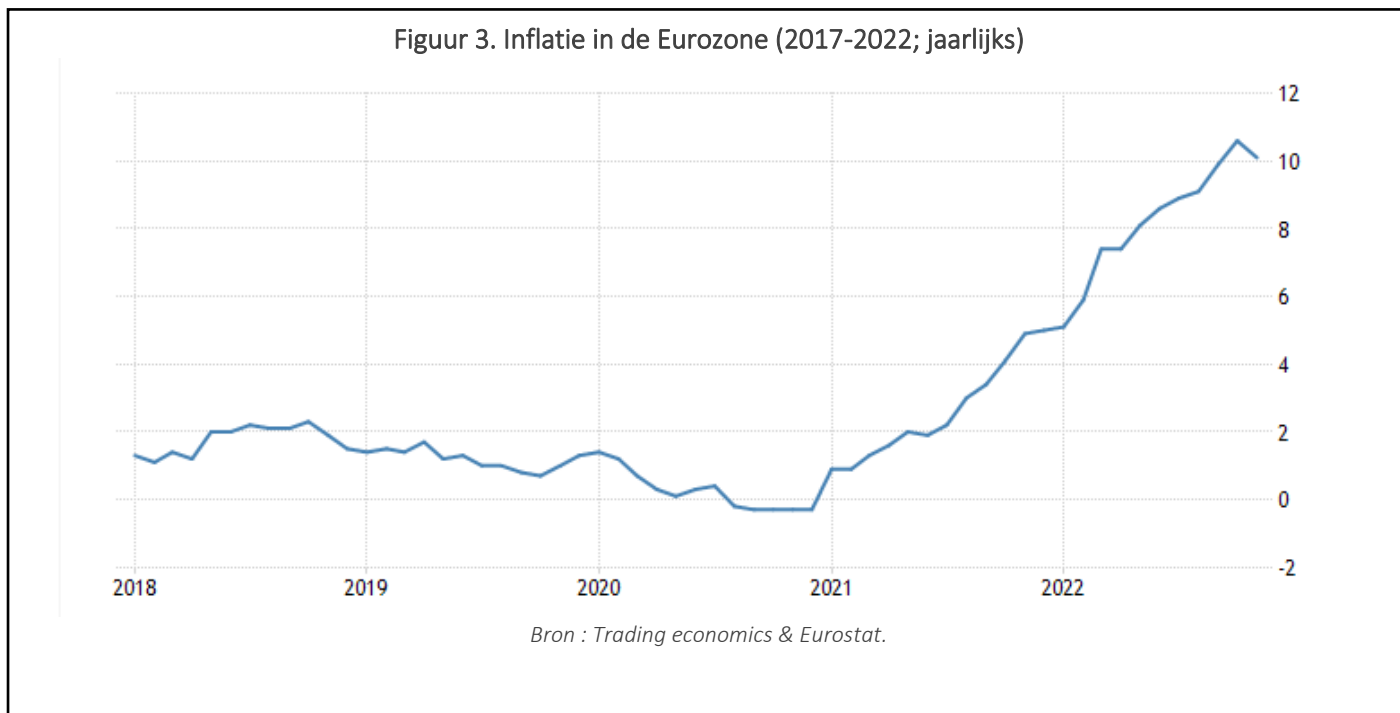


De grafiek toont dat de inflatie al 6% bereikte aan het eind van de jaren '60, drie jaar voor de eerste olieschok. De reden was het lakse monetaire en budgettaire beleid van die periode, ..., net als vandaag. De schuldenberg is vandaag - we hebben net wereldwijd de kaap van de 300 biljoen dollar overschreden - ook veel groter dan toen. In 1966 bedroeg de Amerikaanse overheidsschuld 40% van het BBP, vandaag 120% en het overheidstekort bedroeg 3% versus 8% vandaag. De Belgische cijfers zijn trouwens niet erg verschillend van de Amerikaanse.

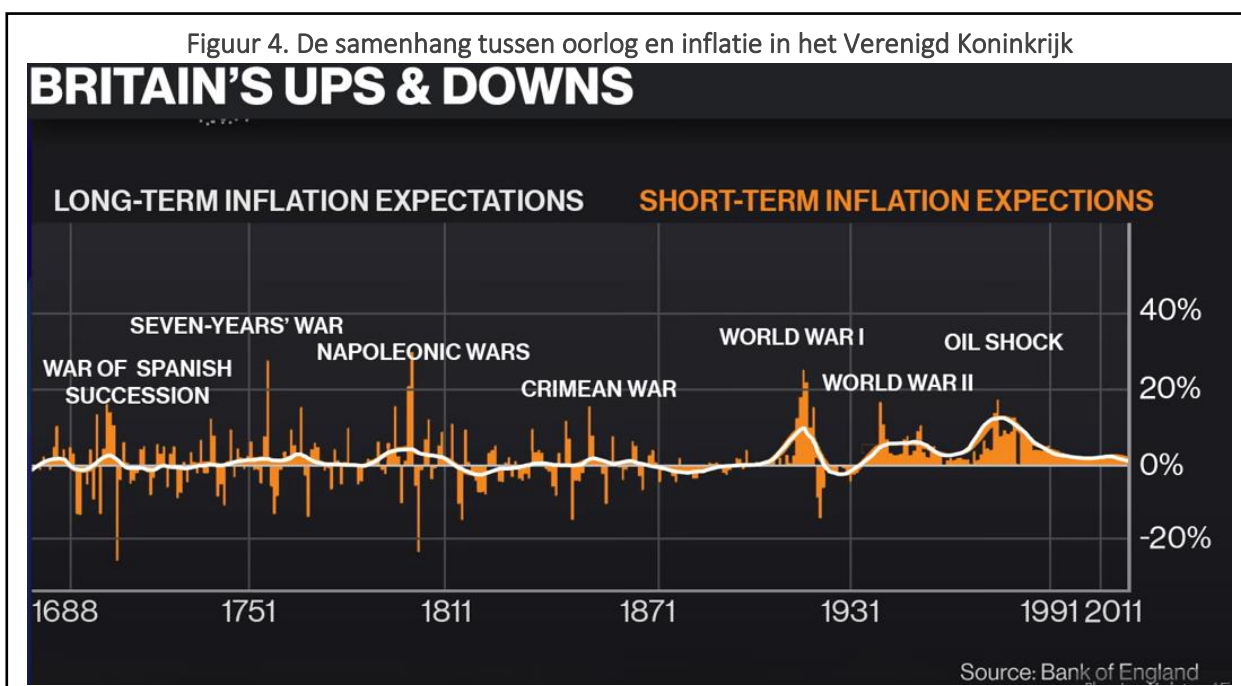
Indien we inzoomen op de inflatiecijfers van de laatste vijf jaar, zien we opnieuw dat de inflatie al daarvoor begon te ontsporen, en dit zowel in Amerika...



... als in de eurozone:



De Russische inval in Oekraïne heeft, net als de Jom Kippoer oorlog, geleid tot een gas- en olieschok die de inflatie verder de hoogte heeft ingejaagd. De voorbije paar honderd jaar is oorlog - met name sinds de introductie van papiergeld en het gebruik van overheidstekorten om oorlog te financieren - veruit de meest bepalende oorzaak geweest voor periodes van zeer hoge inflatie (zie Figuur 4 die het Verenigd Koninkrijk als voorbeeld neemt). De Jom Kippoer oorlog duurde echter maar 19 dagen. De huidige oorlog tussen Rusland en Oekraïne duurt ... al bijna een jaar. En het einde is nog lang niet in zicht. We zien vandaag ook een echo van WO I, toen, nadat het initiële Duitse aanvalsmomentum verloren ging, de strijd onttaarde in een loopgravenoorlog. De Russen hebben het momentum kwijtgespeeld en de winter geeft hen nu respijt om zich in te graven, waardoor de frontlijn wordt gebetonneerd. Dit kan jaren duren, tot beide partijen omvallen van oorlogsmoeheid en financiële uitputting. Dit gegeven suggereert dat hoge inflatie weleens langer van de partij zal zijn dan wat de consensus, die de inflatie gradueel ziet afglijden naar de 2%, voorziet.



De meest recente inflatiecijfers tonen een lichte daling. De Federal Reserve heeft laten verstaan dat de korte rente zal gestabiliseerd worden rond de 5%. In Europa zijn de gasprijzen teruggevallen tot het niveau van voor de oorlog. Het inflatiegevaar lijkt geweken, of het ergste lijkt in elk geval voorbij. Het strengere monetaire beleid lijkt te werken. Bravo Fed! Bravo ECB! Of niet? Kraai niet te vlug victorie over inflatie. Centrale banken zijn niet onfeilbaar. In de jaren '70 heeft de Fed tot viermaal toe de renteverhogingen gepauzeerd in het geloof dat de inflatie onder controle was. Maar de inflatie is in vier golven gekomen (zie Figuur 1.) Telkens een daling optrad, was het geloof dat het ergste voorbij was. De inflatie kwam telkens sterker terug dan voorheen.

De geschiedenis leert dat het bijna onmogelijk is om hoge inflatie te bedwingen zonder een recessie te veroorzaken. En om een recessie te veroorzaken is een positieve reële rente nodig. Paul Volcker moest in 1980 uiteindelijk de korte rente verhogen tot 20% om een recessie uit te lokken en zo de hardnekkige inflatie van de jaren '70 te bedwingen. De reële rente is vandaag echter nog steeds negatief en dit zowel in Amerika als in Europa. De Amerikaanse economie toont daarenboven nauwelijks tekenen van vertraging. Een aarzelende Fed kan het inflatievuur terug aanwakkeren.

De inflatie zal, in lijn met de consensusverwachting, wellicht dalen in de eerste jaarhelft maar zou best veel hardnekkiger kunnen zijn dan we denken. Het tekort aan arbeidskrachten in de VS en in Europa leidt tot sterke looneisen. Een heropening van de Chinese economie in het tweede of derde kwartaal van dit jaar, wanneer het ergste van de covid-golf voorbij is, zou de inflatiedruk weer kunnen aanwakkeren. Deglobalisering, een sterke inflatoire kracht, is aan het versnellen. En Poetin heeft misschien nog wat nieuwe onaangename verrassingen in petto. Als de inflatie weer de kop opsteekt, zullen de centrale banken overgaan tot een nieuwe ronde van monetaire verstrakking, zoals ze in de jaren zeventig al drie keer moesten doen. De korte rente zal uiteindelijk sterk worden verhoogd en de lange rente zal blijven stijgen. Dat is slecht nieuws voor zowat alle activacategorieën: aandelen, vastgoed en "gewone" obligaties. Inflatiebeschermde obligaties bieden, zolang de stijging van de nominale rente eerder een stijging van inflatie weergeeft dan een stijging van de reële rente, een interessante manier om je portefeuille te beschermen tegen hardnekkige inflatie. Koop ze indien je verwacht dat de gemiddelde inflatie de komende 10 jaar hoger zal zijn dan 2%. Goud zou het, net als in 2022, relatief uitstekend doen.

In de volgende Quo Vadis editie: Een potentiële prijscorrectie op de Belgische vastgoedmarkt.

Jan Longeval

Senior Advisor Eurinvest Partners

Verantwoordelijk uitgever: Kounselor Consulting BV (www.kounselor.be)



eurinvest
partners

EURINVEST PARTNERS S.A.

www.eurinvestpartners.com

info@eurinvestpartners.com

6, Rue d'Arlon
8399 Windhof
Luxembourg
T: +352-467.267

455 Chaussée de Malines/Mechelsesteenweg
1950 Kraainem
Belgium
T: +32-(2)-769.41.45