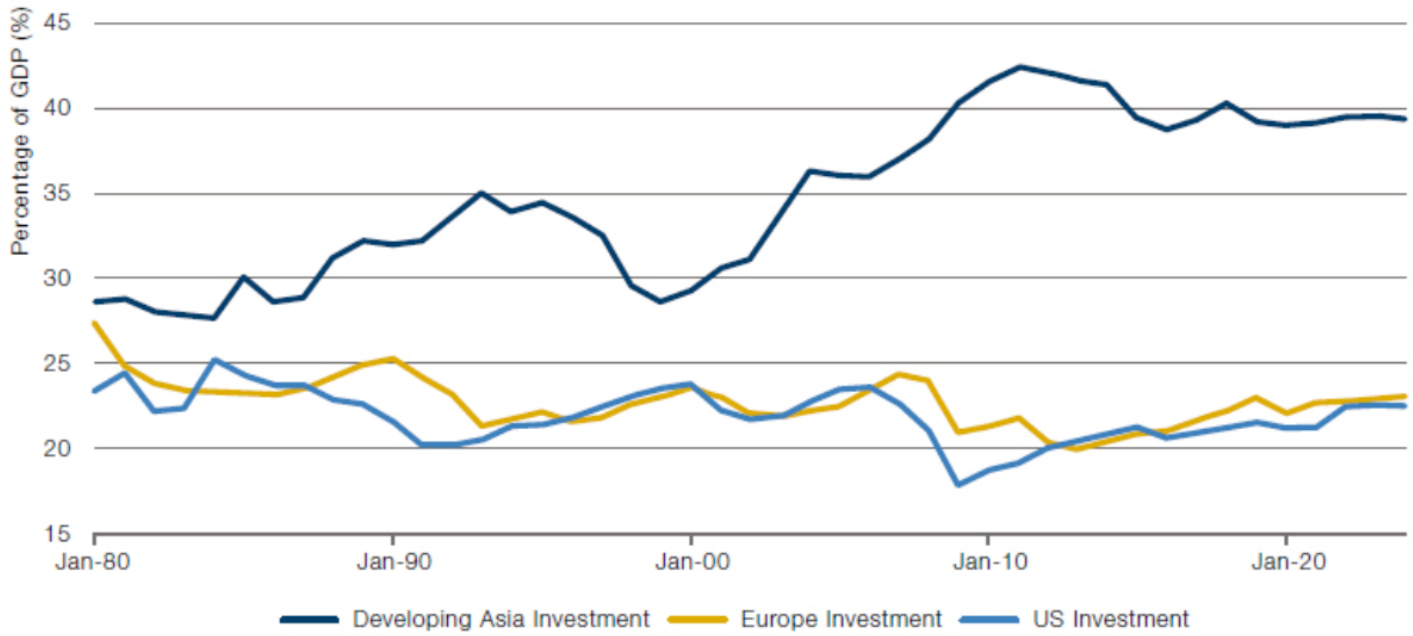
De investeringssupercyclus

Beschrijving

Voorafgaand aan een recessie wordt er meestal te veel geÃ¯nvesteerd. Op een gegeven moment blijkt de capaciteit te groot en lopen de voorraden op. Een en ander wordt weer gecorrigeerd gedurende de recessie. Alleen voorafgaand aan de meest voorspelde recessie ooit, werd er juist nauwelijks geÃ¯nvesteerd gedurende de coronapandemie. Wellicht dat dit de reden is dat investeringen als onderdeel van de totale economische groei relatief goed blijven presteren. In het vierde kwartaal stegen de investeringen (na inflatie) in de Verenigde Staten met maar liefst 10 procent. Dat terwijl de meest eenvoudige manier voor bedrijven om de winstgevendheid te sturen is door te stoppen met investeren. Investeringen (20 procent BBP) zijn vergeleken met de consumptie (70 procent BBP) een veel kleiner deel van het BBP, maar hebben door relatief grote mutaties wel een grote impact. Verder is de rente gestegen en normaal gesproken zijn investeringen daar bovengemiddeld gevoelig voor, al zijn er ook die stellen dat door een â??normalisatieâ?? van de rente de investeringsbereidheid juist toeneemt.
Alleen dreigt voorlopig de recessie niet te komen en in plaats van de bezuinigen op de investeringen, wordt er nu eerder bezuinigd op de inkoop van eigen aandelen.

Figure 1. Regional Investment as % of GDP

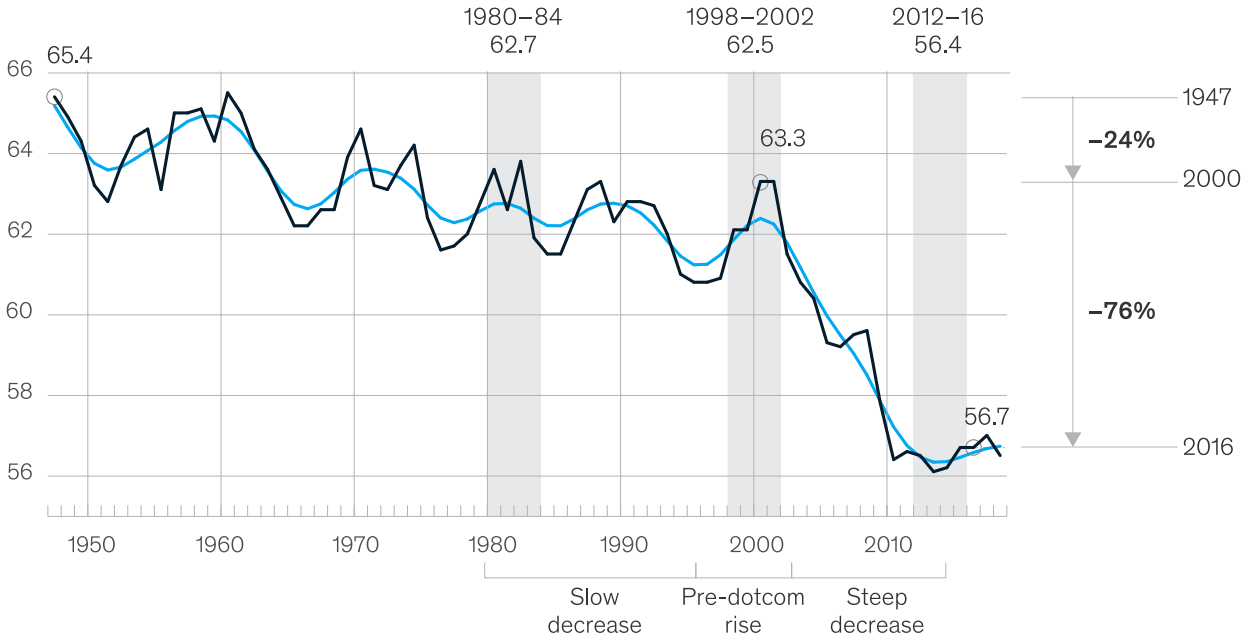


Source: Minack Advisors; as of 31 March 2022.

In de afgelopen decennia is er veel geÃ¯nvesteerd, maar die investeringen bleven beperkt tot AziÃ«. Na het toetreden van China tot de Wereldhandelsorganisatie in 2001 stegen de investeringen in AziÃ« van 30 procent van het BBP naar 40 procent van het BBP, terwijl dat percentage daalde in de Verenigde Staten van 22 procent naar 20 procent, in Europa van 28 procent naar 23 procent. In de Verenigde Staten en Europa ontstonden meer dan 1.000 platformbedrijven: bedrijven die alle kapitaalintensieve activiteiten hadden geoutsourcet naar AziÃ« en die zich alleen nog gingen richten op de hoger renderende onderdelen zoals productontwikkeling, marketing en distributie. Neem de gemiddelde Wal-Mart, de meeste producten van het schap komen uit China. De Chinese middenklasse groeide daardoor sterk. China was tegelijkertijd de deflatiemotor van de wereld met haar goedkope producten. Alleen de westerse middenklasse was het kind van de rekening.

Three-fourths of the decrease in labor share in the United States since 1947 has come since 2000.

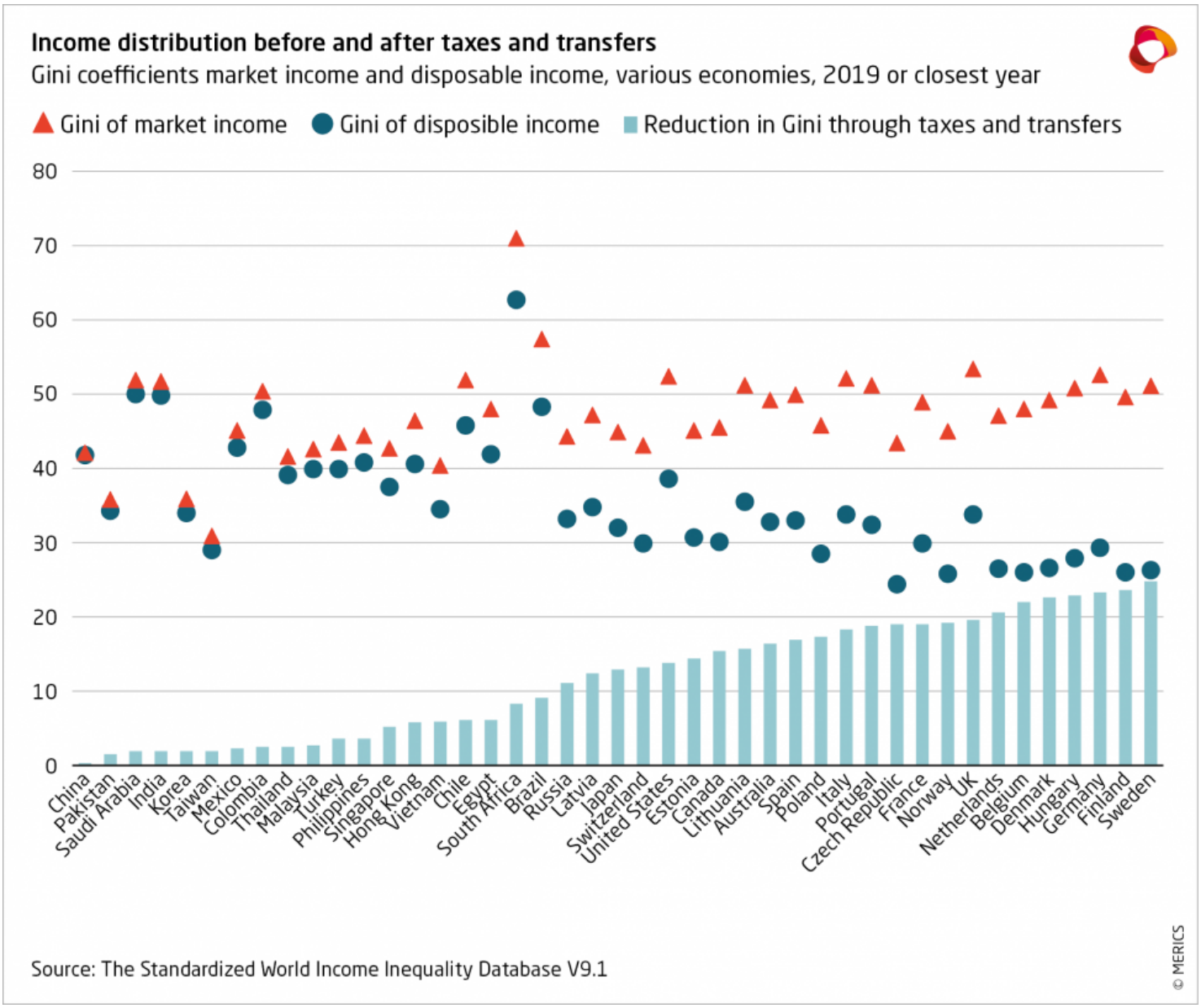
Labor share of nonfarm business sector,[1] total compensation share of gross value added, %



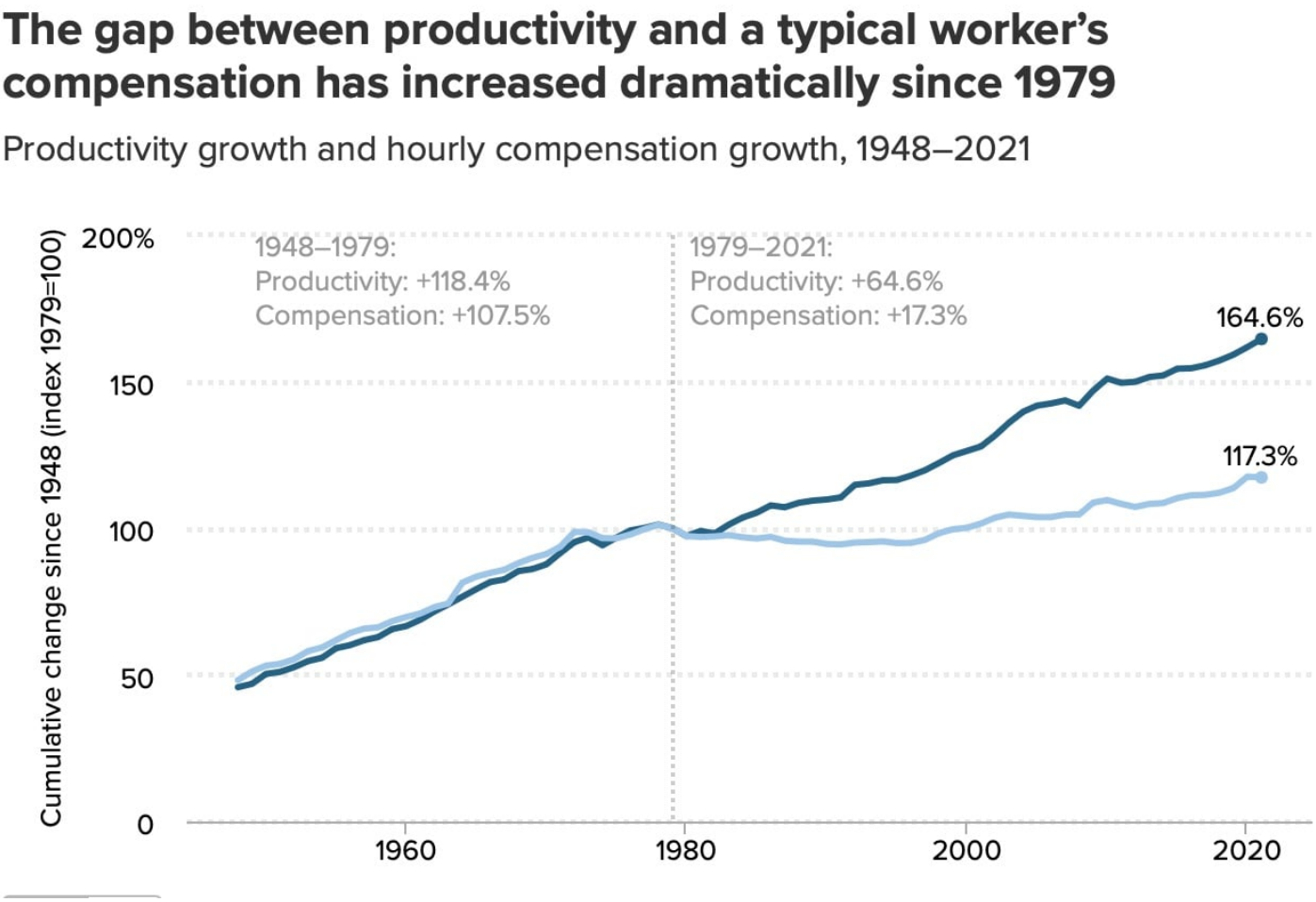
[1]Detrended using Hodrick-Prescott filter (restriction parameter = 6); adjusted for self-employed income (nonfarm business sector, 75% of total economy), from Labor Productivity and Costs database, Bureau of Labor Statistics.
Source: BLS (March 2019 release); McKinsey Global Institute analysis

McKinsey & Company

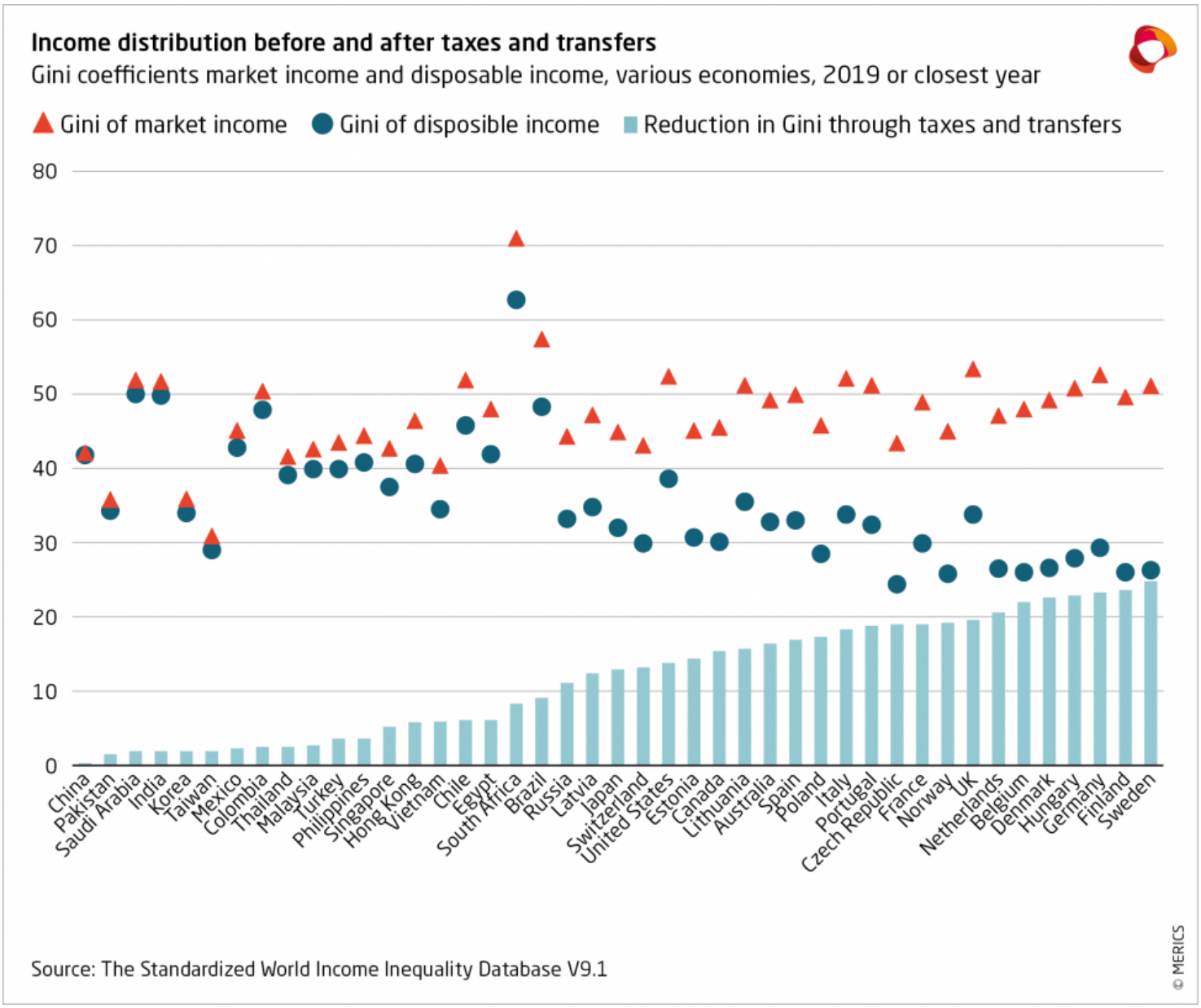
Het percentage van het BBP dat naar de werknemers ging daalde in West-Europa en de VS naar het laagste niveau in 100 jaar tijd. De keerzijde was dat winstmarges van bedrijven hier stegen naar het hoogste punt ooit. Het was ook niet nodig om hier te investeren in extra capaciteit waardoor er een gigantische vrije kasstroom overbleef, geschikt om aandelen in te kopen. Daarnaast werden de grote valutaire overschotten van China geÃ¯nvesteerd in onder andere Amerikaanse treasuries, waardoor de rente werd gedrukt. Bij elkaar een ideale combinatie om aandelenkoersen te laten stijgen.



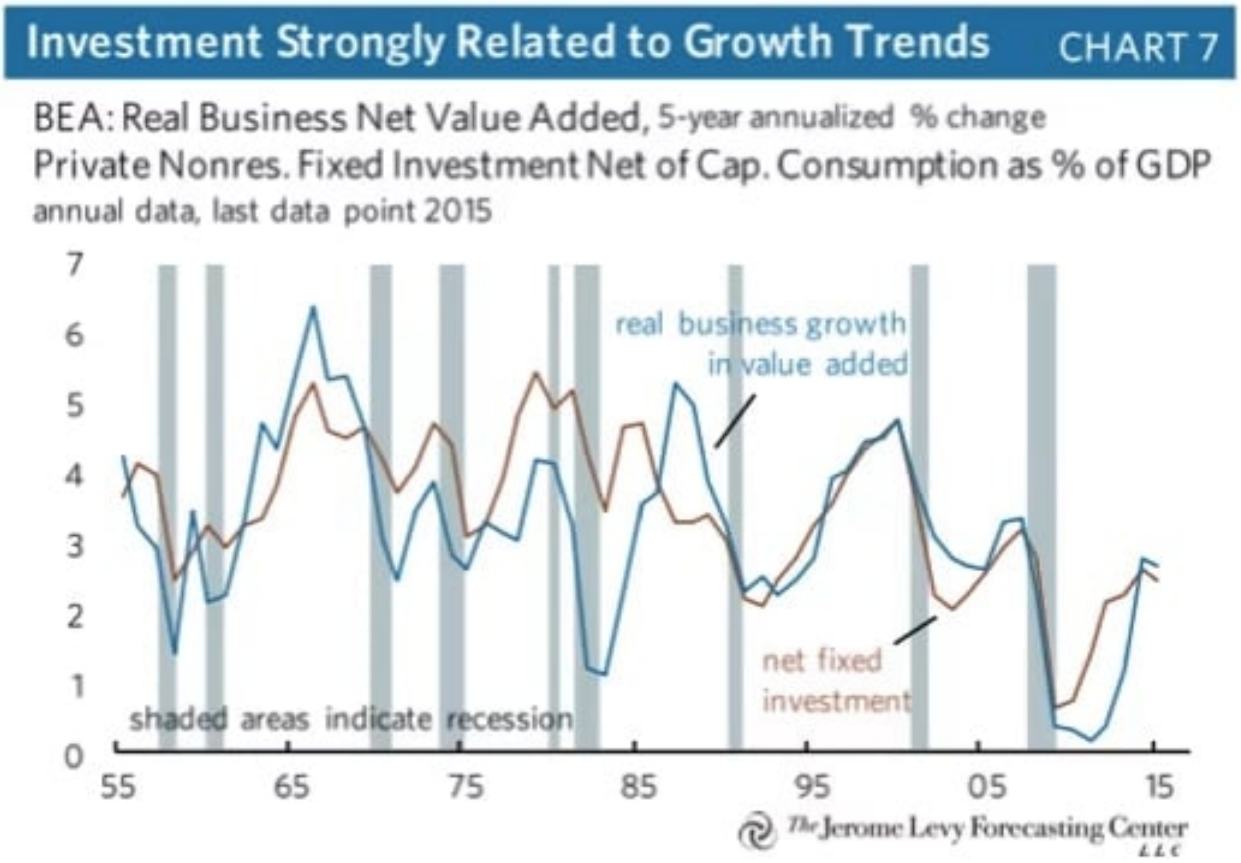
De Westerse middenklasse werd gecompenseerd voor de achteruitgang doordat ze relatief goedkoop schulden konden aangaan via de huizenmarkt, met uiteindelijk de huizencrisis van 2008-2009 tot gevolg. Dat kon alleen worden opgelost doordat de overheid een groot deel van deze schulden overnam en dat de rentes nog lager werden na de Grote FinanciÃ«le Criis. Verder kwamen er met de platformeconomie goedkope alternatieven. Easyjet in plaats van KLM, Aldi in plaats van Albert Heijn en in plaats van een hotel werd het AirBnB, zo kon de middenklasse toch nog drie keer per jaar op vakantie. Totdat de inflatie begon op te lopen. Opeens werd de vakantie een stuk duurder, net als de dagelijkse boodschappen en ook de rente begon te stijgen en werd de middenklasse ontevreden. Voor democratische politici is dat een probleem, want die moeten elke vier of vijf jaar worden herkozen. Maar ook China heeft oog voor onvrede binnen de middenklasse, getuige het â??common prosperityâ??-beleid, hoewel China fiscaal volop ruimte heeft om de communistische heilstaat om te toveren een West-Europese welvaartsstaat. Een effect in West-Europa en de Verenigde Staten twintig jaar na de toetreding van China tot de wereldhandelsorganisatie van deze onvrede is wel dat hier de lonen beginnen te stijgen.



Nu kunnen lonen structureel alleen stijgen als ook de productiviteit stijgt. En de productiviteit stijgt wanneer er wordt geÃ¯nvesteerd. Dat is een wisselwerking, al valt er nog wel wat in te halen, het verschil sinds 1980 is te verklaren door de trek naar de lagelonenlanden. Die zoektocht is inmiddels ten einde. In Duitsland is vorig jaar het minimumloon verhoogd met 22 procent en dat is een sterke prikkel voor ondernemers om te zien of ze ook met minder werknemers uitkunnen. Bovendien krijgen ze sowieso die prikkel al, omdat ondanks hogere lonen het vaak moeilijk is om mensen te vinden. Zeker bij de laagbetaalde banen is menselijke arbeid relatief eenvoudig over te zetten van mensen naar machines door automatisering en robotisering. Vervang de helft van de mensen door robots en de productiviteit gaat opeens met sprongen omhoog. Soms zijn de oplossingen eenvoudig, zoals een QR-code op een terras of het bestelscherm bij een McDonaldâ??s, maar ook bij complexere werksituaties is veel mogelijk. Denk aan al het saaie en geestdodende werk, dat gemaakt lijkt om te worden geautomatiseerd. Voordeel van dergelijke investeringen is dat ze hogere lonen dus mogelijk maken. Als lonen sterk stijgen kan dat hard gaan, zo snel zelfs dat een deel van de werknemers het niet zal redden om bij te blijven en daardoor werkloos zal worden.



Nu is de krapte op de arbeidsmarkt Ã©Ã©n van de redenen waarom investeringen stijgen. Er zijn er meer. De energietransitie is feitelijk Ã©Ã©n groot omvangrijk investeringstraject, net als de deglobalisering. Als gevolg van de coronapandemie komen overheden ook met tal van investeringsprogrammaâ??s, bijvoorbeeld om de verouderde infrastructuur op te knappen. Waar ook breed wordt geÃ¯nvesteerd is op het gebied van defensie. De inval in de OekraÃ¯ne heeft iedereen weer de noodzaak doen inzien van een eigen krijgsmacht. Bovendien blijken bestaande wapens zoals tanks en vliegtuigen verrassend inefficiÃ«nt in de moderne oorlogsvoering. Ook daar doet disruptieve innovatie in de vorm van drones en smart afweergeschut zijn werk. Er zijn verschillende sectoren die profiteren van deze investeringsgolf. Allereerst natuurlijk semiconductors, dat is de gemeenschappelijke factor bij alle genoemde investeringen. Alles moet tegenwoordig â??smartâ?? zijn. Verder natuurlijk alle apparatuur die nodig is om robots te bouwen, om een virtuele realiteit te creÃ«ren, de sensors die Internet-of-things mogelijk maken. Ook grondstoffen profiteren van al deze investeringen, vooral van de energietransitie die feitelijk een metalen transitie is.



Meer investeringen zorgen voor meer innovatie en voor een hogere productiviteit. Dat betekent dat de economie sterker kan groeien. Voeg dat bij een structureel hoger inflatieniveau en de door centrale banken zo gewenste groei die hoger ligt dan de rente op de schulden is een feit. Schuld als percentage van het BBP kan daardoor omlaag. Een sterkere economische groei en een structureel hogere inflatie is ook goed nieuws voor de bedrijfswinsten en omdat aandelen uiteindelijk de onderliggende winstontwikkeling volgen ook goed voor het rendement op aandelen. Gecombineerd met de historisch gezien benedengemiddelde waarderingen (ja zelfs in de VS) betekent dit een langere periode van bovengemiddelde rendementen. Alleen keert met de terugkeer van de inflatie ook de volatiliteit terug, met als resultaat grotere verschillen tussen sectoren, landen, etc. Dat is goed voor actieve beleggers, juist op een moment dat de index voor een groot deel bestaat uit zombiebedrijven die de komende jaren moeite zullen hebben om hun schulden te financieren en de grote techbedrijven waar de hoge winstmarges post-Corona waarschijnlijk zullen normaliseren.

Abonneer op deze nieuwsbrief via www.aureus.eu/nieuwsbrief

Voor tussentijdse updates, volg AurÃ©us op Linkedin

De besluiten van het MacrocomitÃ© van AurÃ©us worden gebruikt voor de invulling van de Actieve portefeuille. In deze portefeuille worden aandelen, obligaties en alternatieve beleggingen over- of onderwogen en kunnen er actieve keuzes worden gemaakt voor bepaalde sectoren, regioâ??s, obligaties, looptijden ect. Risicobeperking is een belangrijk onderdeel van de Actieve portefeuille. De Markt/Factor portefeuille wijkt slechts beperkt af van de index (MSCI ACWI IMI). Er is sprake van een structurele allocatie naar vijf factoren om de factorpremie op lange termijn te innen. Daarom worden keuzes van het MacrocomitÃ© niet meegenomen. Wel wordt er geherbalanceerd wanneer het portefeuillegewicht 10 procent afwijkt van de neutrale allocatie. De SRI-Impact-portefeuille heeft een focus op duurzame en impactvolle beleggingen/bedrijven, de benchmark voor deze portefeuille is de MSCI ACWI SRI. Om een kern van duurzame SRI-fondsen bevinden zich 6 impactsatellieten. Keuzes gemaakt in het MacrocomitÃ© worden voor zover relevant meegenomen in de SRI-Impact-portefeuille. Voor de Individuele Aandelenportefeuille maken wij gebruik van de research en

beleggingsfilosofie van FinanciÃ«le Diensten Amsterdam (FDA). Deze op groei- en kwaliteitsaandelen gerichte research/strategie heeft een allocatie naar Europese en Amerikaanse aandelen. Het doel is de outperformance van de benchmark (MSCI World). Keuzes gemaakt in het MacrocomitÃ© ten aanzien van over- of onderwegen van aandelen en obligaties worden meegenomen voor de allocatie in de Individuele Aandelenportefeuille, voor de regio- en de sectorverdeling volgen wij de research van FDA.

AurÃ©us streeft er naar om correcte en actuele informatie te verstrekken afkomstig van betrouwbare bronnen, maar kan de juistheid en volledigheid van de informatie in deze publicatie niet garanderen. Aan deze publicatie kunnen derhalve geen rechten worden ontleend. AurÃ©us aanvaardt geen aansprakelijkheid voor enige directe of gevolgschade voortvloeiende uit het gebruik van deze publicatie of de inhoud ervan. Deze publicatie is niet bedoeld als een aanbod of verzoek tot aan- of verkoop van een financieel instrument en moet evenmin worden beschouwd als een persoonlijk beleggingsadvies, aangezien de inhoud van deze publicatie niet is toegesneden op de individuele (financiÃ«le) situatie en doelstellingen van beleggers. PotentiÃ«le beleggers worden er nadrukkelijk op gewezen dat aan beleggen financiÃ«le risicoâ??s zijn verbonden. Zij dienen dan ook goed kennis te nemen van de inhoud van relevante informatie over desbetreffende belegging (prospectus, informatiememorandum, essentiÃ«le beleggersinformatie, essentiÃ«le-informatiedocument etc.) en worden geadviseerd onafhankelijk advies in te winnen om zich een goed oordeel te kunnen vormen over die risicoâ??s en/of deze risicoâ??s passen in/bij hun beleggingsdoelstellingen, financiÃ«le situatie, risicoprofiel en risico acceptatie. De waarde van een belegging kan fluctueren. Het is mogelijk dat beleggers bij verkoop of beÃ«indiging van hun belegging minder terugkrijgen dan hun inleg. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst.