De invloed van liquiditeit

Beschrijving

Het is niet een recessie die voor koersdruk zorgt. Ook inflatie is niet de grote boosdoener dit jaar. Koersen staan onder druk omdat er minder liquiditeit is. De jaren van uitbundige liquiditeit zijn voorbij. Dat was de periode dat centrale bankiers beloofden dat de rente nog veel langer laag zou blijven. Vorig jaar kon de inflatie nog oplopen zonder dat de rente volgde, maar dit jaar gaat de geldkraan in meerdere opzichten dicht. Allereerst natuurlijk centrale bankiers die de rente verhogen. Afgelopen week verhoogde de ECB voor het eerst in elf jaar de rente en komende week gaat de Federal Reserve de rente met 0,75 procent verhogen naar 2,25-2,50 procent. Naast deze kwalitatieve verkrapping is er ook sprake kwantitatieve verkrapping. Sinds de Grote FinanciÃ«le Crisis volgden de opkoopprogrammaâ??s elkaar op. Onder het motto van kwantitatieve verruiming werden eerst de gaten in de financiÃ«le wereld gedicht en toen bleek dat daardoor de inflatie niet opliep, durfden centrale bankiers bij de coronacrisis all-in te gaan. Alleen bereikte dat geld wel de reÃ«le economie en dat is de basis voor de huidige inflatie. De balansen van centrale banken zijn in al die jaren sterk toegenomen, maar de piek ligt inmiddels achter ons. Voortaan gaat het balanstotaal omlaag, in de Verenigde Staten met 95 miljard dollar per maand.

Data source: FMRCo, Bloomberg, Haver Analytics, FactSet. Data as of 07/17/2022. Past performance is no guarantee of future resul

Maar niet alleen centrale bankiers halen geld van tafel. Ook de overheid zelf is een negatieve factor. Een jaar geleden waren er nog forse stimuleringspakketten vanwege de coronacrisis. Nu die voorbij is, droogt ook hier de liquiditeit op. Biden is binnenkort een â??lame-duck-presidentâ?? wat betekent dat de komende twee jaar geen stimuleringsmaatregelen meer mogen worden verwacht. Europa is nog veel harder dan de Verenigde Staten getroffen door de huidige liquiditeitscrisis. Voor het eerst in lange tijd heeft Europa een tekort op de handelsbalans, een direct resultaat van de hoge olieprijs. Waar we in het verleden olie konden betalen in euro, mogen we binnenkort afrekenen in dollars. Alleen moeten we die dollars wel eerst nog verdienen. Gelet op de relatief hoge lonen in Europa en de absurd hoge energieprijzen is de concurrentiepositie van de eurozone verslechterd. Bovendien kan de Duitse industrie door Poetin in korte tijd de nek worden omgedraaid door te stoppen met het leveren van

energie.

Primary energy

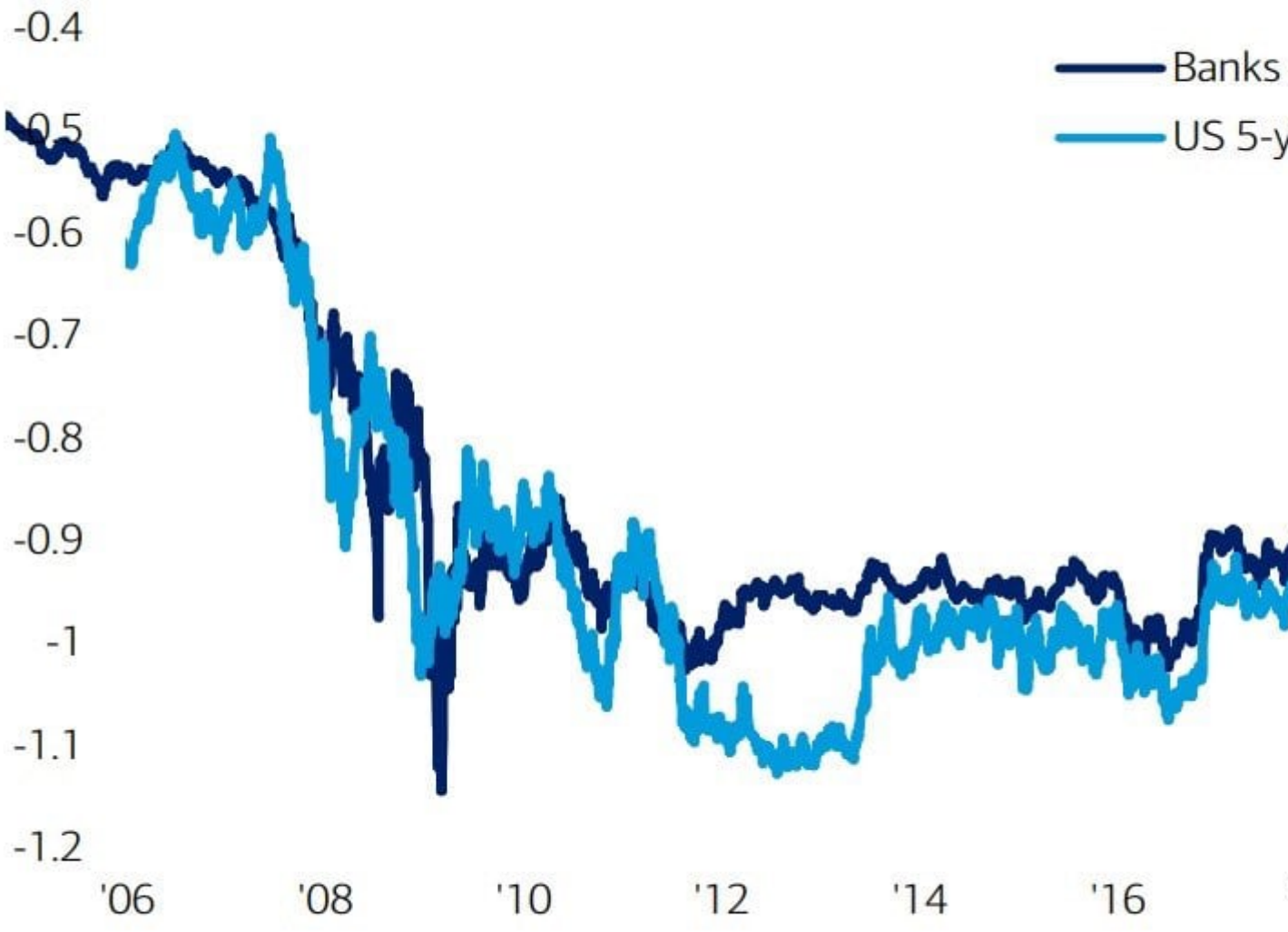
Primary energy is calculated
fuel production by converti
losses as fossil fuels.

Coal Oil Gas

Verder is liquiditeit in de wereld verslechterd door de sterke dollar. De Amerikaanse centrale bank is de facto de centrale bankier van de wereld en als de dollar sterker wordt, is er in de rest van de wereld veel minder ruimte om monetair te stimuleren. Opvallend genoeg waren centrale banken in opkomende markten er dit keer op tijd bij door ver voor de Fed te beginnen met verkrappen. Bovendien is de uitgangspositie veel beter dan tijdens de AziÃ«crisis. Verder profiteren deze markten ook omdat de Amerikanen (samen met Europa, Japan, Zwitserland) hun munt hebben ingezet als wapen. Door de Russen af te snijden van dollar-, euro-, Brits pond-, Zwitserse frank- en yen-liquiditeit, zijn deze munten (afgezien van de dollar als reservemunt) opeens ook niet meer aantrekkelijk voor Arabische oliesjeiks en Chinese miljardairs. Chinezen hadden al jaren geleden Vancouver gekozen als uitvalsbasis. Niet vanwege het weer, maar meer omdat men ervan uitging dat de Canadese rechtsstaat bescherming kon bieden tegen de Chinese overheid als het er op aankwam. Opvallend is dat de westerse wereld in dat opzicht meer op China is gaan lijken. De regels op basis waarvan de Russen worden aangepakt zijn onduidelijk en missen wettelijke basis. Bovendien lijkt het er veel op dat Russen collectief worden gestraft, iets waarmee we weer teruggaan naar de Middelleeuwen. We worden steeds meer geregeerd door supranationale instellingen die in ieder geval de perceptie tegen zich hebben dat ze enige democratische legitimiteit zouden bezitten. Ook mogen we hier niet alles meer zeggen door een combinatie van polarisatie, de woke-cultuur en soms simpelweg censuur. De rechtsstaat vormt de basis voor de vrije markteconomie, maar de verschillen in de maatschappij zijn zo groot geworden dat die rechtsstaat niet meer voor iedereen lijkt te werken.

Liquiditeit is veel minder zichtbaar dan inflatie of een recessie. Waarschijnlijk zit Europa al midden in een recessie en komende week horen we of er in de Verenigde Staten sprake zal zijn van een technische recessie. Na de krimp in het eerste kwartaal is er nauwelijks meer groei in het tweede kwartaal. Als er ook dan sprake is van krimp dan is er volgens de definitie (twee opeenvolgende kwartalen van krimp) sprake van een recessie. Die recessie is dan niet veel meer dan een persbericht en ook niet diep genoeg om de inflatie te bestrijden. Toch is er een opvallende consensus over het dalen van de inflatiecijfers in de komende twee jaar. Daarvoor zijn verschillende mogelijke verklaringen. Het kan zijn dat er niet goed wordt gemeten en dat de ondervraagden niet echt geloven dat de inflatie zal afnemen. Ook kan het zijn dat iedereen ervan overtuigd is dat inflatie gerelateerd is aan de verstoringen aan de aanbodkant. Natuurlijk kan het zijn dat een ze een stevige recessie verwachten, maar dat zien we niet terug in de koersen van de aandelenmarkt of de winstverwachtingen. Mogelijk dat men verwacht dat slechts en kleine toename van de werkloosheid voldoende is om de loongroei onder controle te krijgen, maar het kan natuurlijk ook dat marktpartijen de afgelopen 40 jaar geen ervaring hebben opgedaan met inflatie. Dan zou er sprake kunnen zijn van een cognitieve bias waarbij de meer recente ervaringen (de afgelopen veertig jaar) het beste onthouden worden (simpelweg omdat we het collectieve geheugen van de vorige generatie missen).

Chart 2: The "inflation causes recessions" chart
5-year Treasury yield and banks versus S&P500

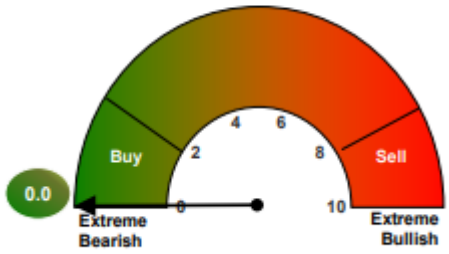


Source: BofA Global Investment Strategy, Bloomberg

De negatieve invloed van de liquiditeit kan ervoor zorgen dat veel economische signalen lijken te waarschuwen voor een recessie overschat. Het blijft opmerkelijk dat de consensus ervan uitgaat dat inflatie over twee jaar volledig is genormaliseerd tot 2 procent. Dat terwijl de rente in reÃ«le termen nog altijd extreem negatief is, dat terwijl inflatie nu lang genoeg hoog is geweest om een loon-prijsspiraal te veroorzaken en zowel een recessie als een langer hoog inflatiescenario niet is verdisconteerd in de beurskoersen. Reken op meer renteverhogingen met als doel om een echte recessie te veroorzaken, in de Verenigde Staten waarschijnlijk pas vanaf de tweede helft van volgend jaar, in Europa heeft Poetin ervoor gezorgd dat we er al middenin zitten. Ondertussen blijft inflatie plakkerig en dan is het een illusie om te denken dat het beleidstarief van de FED binnenkort zal pieken op 3,5 procent, waarna de rente weer zal gaan dalen. De eerste renteverlagingen voor volgend jaar staan al op de borden, bijzonder.

Als dat klopt is deze bear-market-rally te begrijpen, maar zowel voor wat betreft inflatie als de bedrijfswinsten zijn de verwachtingen waarschijnlijk te optimistisch.

Chart 1: BofA Bull & Bear Indicator
Remains at 0.0



Source: BofA Global Investment Strategy

Verder in deze nieuwsbrief de laatste ontwikkelingen op de Chinese vastgoedmarkt, het definitieve ontslag van Draghi, de rentewijziging door de ECB en het programma voor volgende week.

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

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.