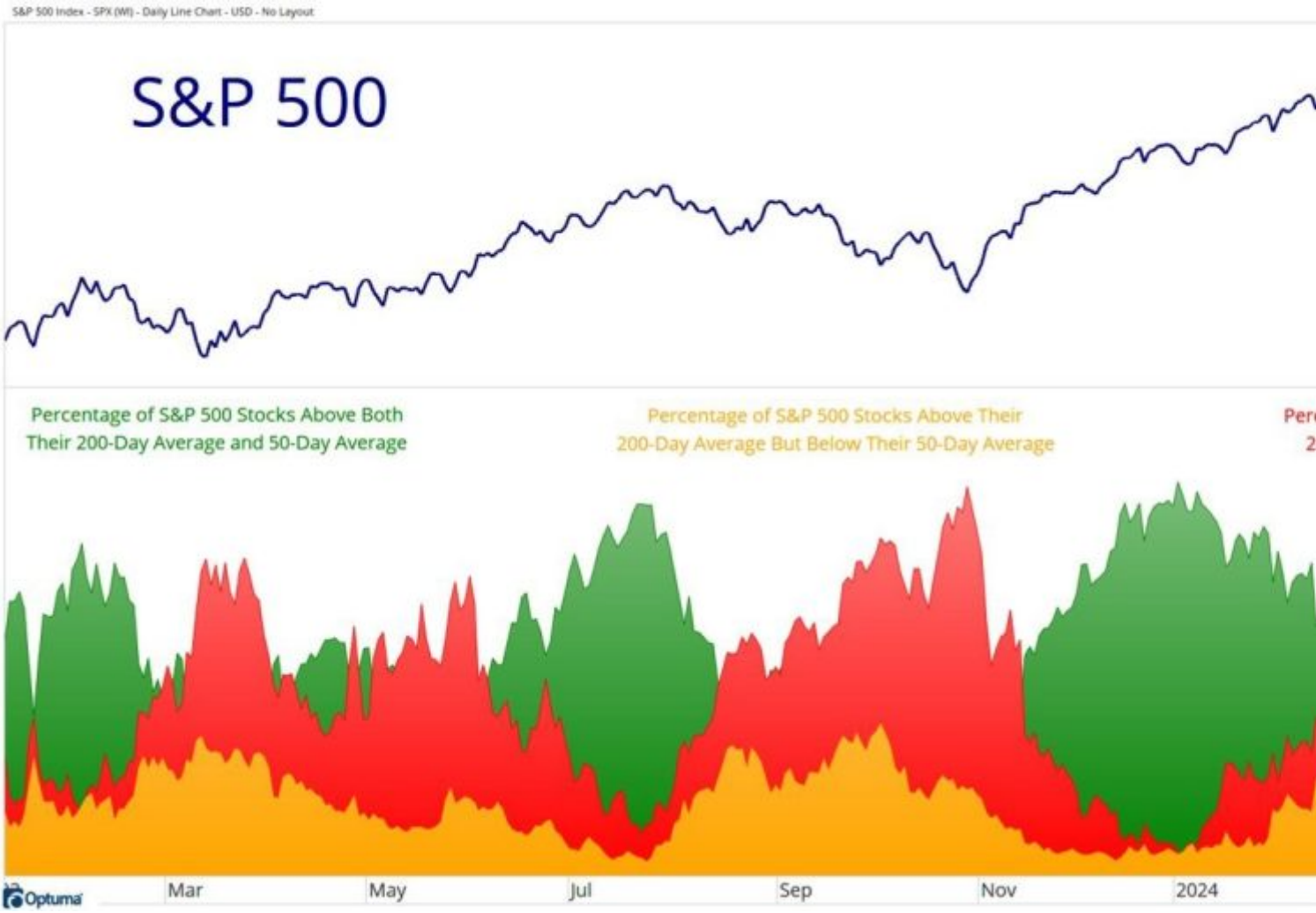
Geen recessie, maar dan toch inflatie?

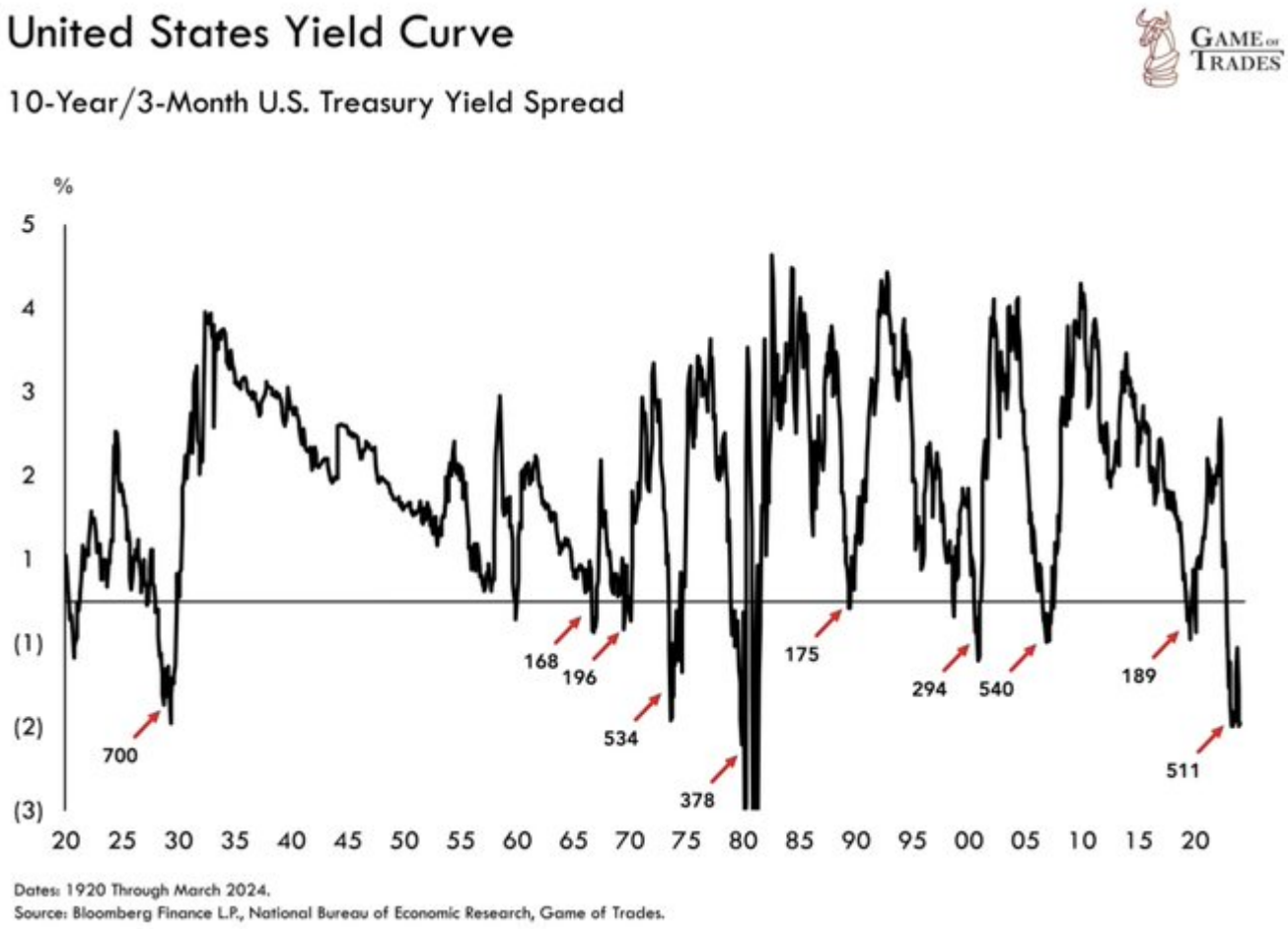
Beschrijving

Opnieuw weer een week met records en daarvoor zijn voldoende redenen voor aan te dragen. Twee jaar geleden leek de kans op een scenario met een zachte landing bijzonder klein en toch is dat precies wat we hebben gezien. Het is niet eerder voorgekomen dat de inflatie zo sterk is gestegen en dat de inflatie weer normaliseerde zonder dat er sprake was van een recessie. Alleen in 1994/1995 was er sprake van een zachte landing, maar daaraan voorafgaand was de inflatie veel minder een probleem dan nu. De verliezen als gevolg van de â??rentehobbelâ?? in de afgelopen jaren waren wel veel groter dan we in 1994 hebben gezien, maar een recessie is in geen velden of wegen te bekennen.



Bredere markt

De markt is aan het verbreden. In de Verenigde Staten staat General Electric in de top 5 van best presterende aandelen in de S&P 500, samen met nutsbedrijven als Constellation Energy en NRG Energy. De S&P 500 zelf is qua performance dit jaar afgelopen week ingehaald door de S&P China, dankzij Alibaba en Tencent. De KWEB (de brede internet ETF) staat in China 40 procent boven het dieptepunt van februari. In Japan profiteren de banken van de verbeterde rentecurve en de vijf grootste banken zien de winst met 19 procent stijgen. In Europa was er afgelopen week minder ruimte voor vuurwerk, al sloot de AEX wel drie keer op een all-time-high.



Positionering beleggers

Veel beleggers zijn gepositioneerd op het verkeerde scenario. De rentecurve is nog altijd invers en dat heeft alleen zin als centrale banken in snel tempo de rente gaan verlagen. Alleen is de kans daarop in de loop van dit jaar duidelijk afgenomen. Eerst versnelde de economische groei in de Verenigde Staten en daar waar de Fed in december nog drie renteverlagingen in het verschiet had, lijkt de Fed nu weer terug op het langer hoog-scenario. Natuurlijk hebben Zwitserland en Zweden al de rente verlaagd en zal de Bank of England samen met de ECB op korte termijn (juni) volgen, maar voor een volgende stap zullen deze banken wachten op de Fed. Alleen als de inflatiecijfers de komende maanden meevallen zal de Fed in september kunnen beginnen met het verlagen van de rente. Toch lijkt de economie prima te draaien op de huidige rente en daarmee oogt de rente eerder te laag dan te hoog.

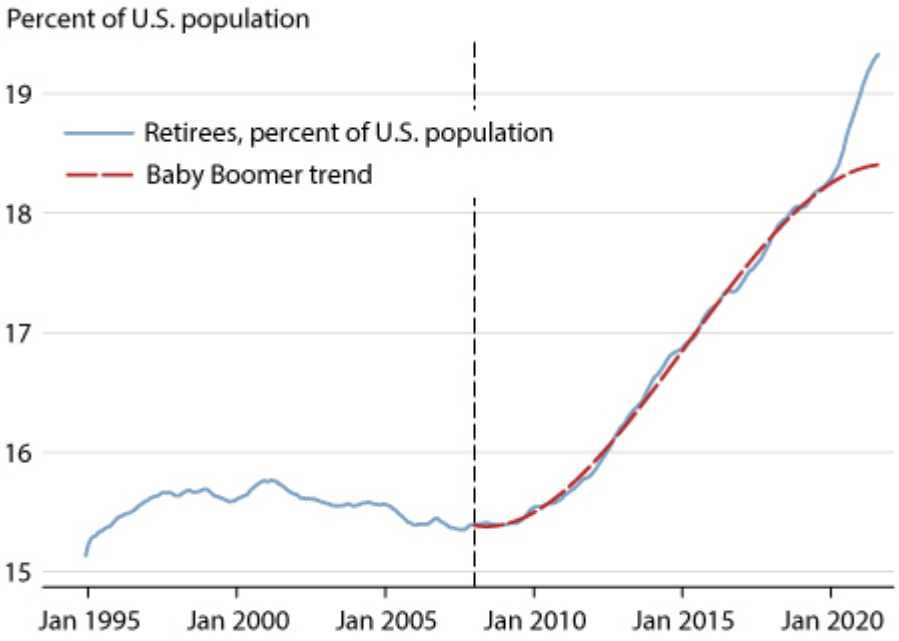
Hogere natuurlijke rentevoet

Dat de economie kennelijk niet geremd wordt door de rente betekent waarschijnlijk dat de structurele groeivoet van de economie post-Corona hoger ligt dan in het daaraan voorafgaande Nieuwe Normaal. Daarvoor zijn verschillende verklaringen. EÃ©n daarvan is dat er relatief fors wordt geÃ¯nvesteerd door overheden en investeringen zorgen voor een hogere groeivoet. Uiteindelijk draait het om de productiviteit en er zijn volop signalen dat die (mede door kunstmatige intelligentie) wel eens fors hoger zou kunnen liggen. Nu verschilt dat wel per land. In de VS is er veel meer ruimte voor een positieve productiviteitsontwikkeling dan in Nederland. Bij ons is de dienstensector en de overheid een veel groter deel van de economie. Toch biedt generatieve kunstmatige intelligentie ook aan de dienstenkant wel verbetering, maar waarschijnlijk niet bij de overheid.

Inflatie op langere termijn

Op korte termijn wordt de inflatie in de Verenigde Staten nog wel gedrukt door lagere Owners Equivalent Rent en de afkoelende arbeidsmarkt, maar op de lange termijn zijn er wel enkele ontwikkelingen die zorgen voor meer inflatie. Een belangrijke bron van inflatie in de komende jaren zijn grondstoffen. Voor de energietransitie zijn volstrekt onvoldoende metalen beschikbaar en als het tegenzit valt de vraag naar die metalen samen met het herstel op de Chinese en Amerikaanse huizenmarkt. Een economisch gevoelig metaal als koper is al naar een nieuw record gestegen. In de mijnbouw is er bovendien meer kapitaalsdiscipline omdat er na alle fusies en overnames sprake is van een oligopolie. Ook hier is jarenlang onvoldoende geÃ¯nvesteerd gelet op de toekomstige vraag.

Percentage of Retirees in the U.S. Population and the Baby Boomer Retirement Trend

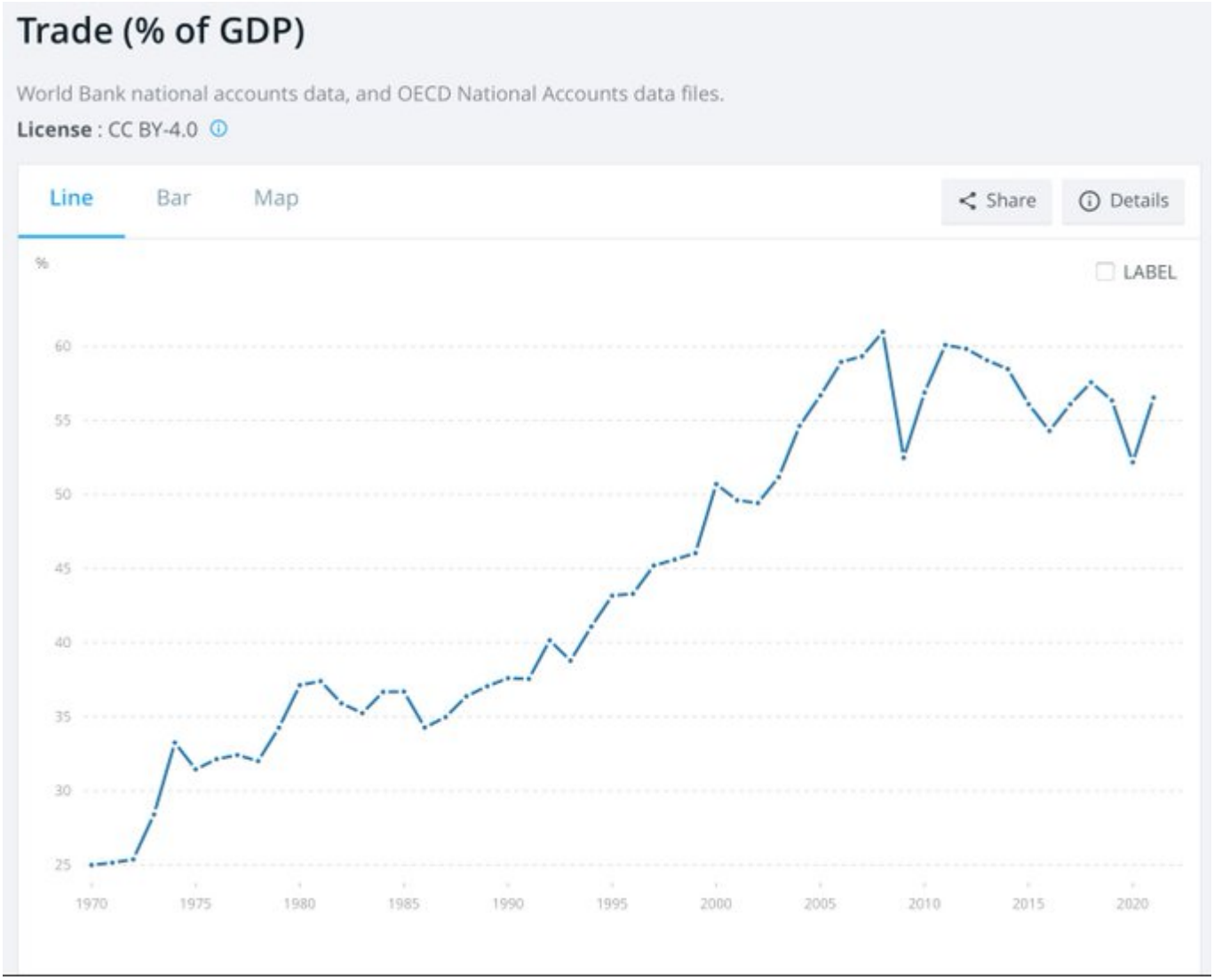


NOTE: The percentage of retirees is a 12-month moving average, and the Baby Boomer trend is a cubic trend estimated between January 2008 and February 2020.

SOURCE: Current Population Survey and author's calculations.

Boomers met pensioen

Verder zitten we nog steeds met de babyboomgeneratie die met pensioen gaat. Dat zijn dus mensen die (voor het eerst in de geschiedenis) massaal Ã©Ã©n tot anderhalve dag per week wel hebben geproduceerd, maar niet hebben geconsumeerd. Met deze spaarbubbel die in de pensioenpotten zit, hebben ze de rente laag gehouden. Hoe is anders te verklaren dat de rente zo ver is gedaald terwijl tegelijkertijd de schulden fors zijn opgelopen. Nu stoppen deze mensen met produceren en gaan alleen nog maar consumeren, met al gevolg een mogelijk oplopende inflatie.

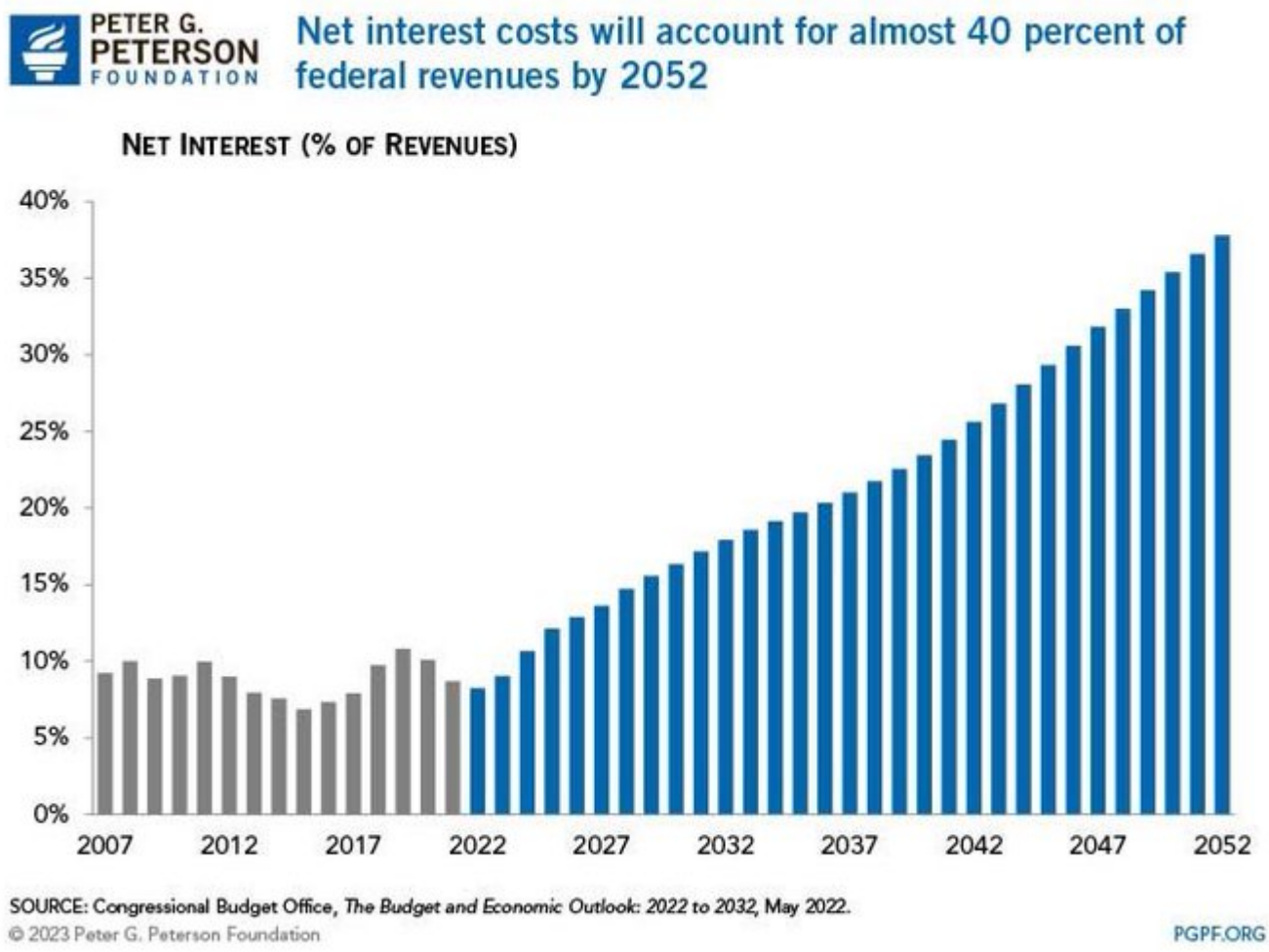


Deglobalisering

Dat de rente kon dalen in de West-Europa en de Verenigde Staten kwam ook omdat bedrijven de kapitaalintensieve productie hebben uitbesteed naar Noord-AziÃ«. In China staan de fabrieken van de wereld en bedrijven hier houden zich alleen maar bezig met productontwikkeling, marketing en distributie. Daarvoor is relatief weinig eigen vermogen voor vereist en dat is goed voor de marges en het rendement. Nu stopt dat gedeeltelijk door deglobalisering en de behoefte aan meer robuuste ketens. Alleen vergt dat wel hogere investeringen, ook omdat door de dure arbeid hier er meer geÃ¯nvesteerd moet worden in automatisering en robotisering. Wat dat betreft komt de kunstmatige intelligentie op het juiste moment.

Chinese deflatiemotor

China is in de afgelopen twintig jaar een belangrijke deflatiemotor. Daarvoor was het Zuid-Korea en Japan. Zodra China haar economie daadwerkelijk gaat herbalanceren komt er een einde aan deze deflatiemotor en er is geen land (deels India) die deze rol kan overnemen. Er zijn te weinig lagelonenlanden meer over. Bovendien heeft China een erg goedkope munt, anders stond de Chinese export nu niet op een record. Verder richt China zich meer en meer op andere opkomende markten en minder op de VS. Een hele generatie middenklassers staan op het punt dat ze zoveel verdienen dat ze allerlei spullen gaan kopen. Van ijskasten, televisies tot autoâ??s. Dat geeft een impuls aan de vraag naar energie. Deze opkomende markten gaan een steeds groter deel van de wereldeconomie uitmaken en alleen daardoor al gaat de groeivoet en daarmee ook de totale vraag naar producten omhoog.



Verkeerde hedge in portefeuille

Veel beleggers zitten dus scheef met hun hedge. Getuige de inverse rentecurve gokken ze op inflatie, maar kunnen ze beter wat grondstoffen opnemen (of nog beter, daaraan gerelateerde aandelen) om zich te beschermen tegen een hoger blijvend inflatieniveau op lange termijn. Centrale bankiers hier zullen een inflatie boven de 2 procent niet zo erg vinden (al zullen ze het nooit zeggen), omdat het helpt bij het oplossen van het schuldenprobleem. Maar ook als het probleem niet in de inflatie(verwachtingen) zit, is de kans groot dat toch de reÃ«le rente omhoog moet, omdat er sprake is van een hogere reÃ«le groeivoet. Dat kan sommige aandelen pijn doen, maar over het algemeen is een hogere economische groei een prima excuus voor en hogere rente zonder dat de aandelenmarkt daar dan last van heeft.

Uber-Goldilocks

Vooralsnog zitten we nog steeds in het Uber-Goldilocks scenario, een periode vergelijkbaar met de roaring twenties en de jaren negentig. Een ideale omgeving voor aandelen en dan zijn we wat betreft de records nog maar net begonnen. Hoewel er al wordt gesproken over â??irrationele uitbundigheidâ?? wijzen waarderingen eerder op het tegenovergestelde. De kans voor wat betreft een recessie-scenario

is afgenomen, maar dat de hogere groei zorgt voor een hoger inflatie-scenario op termijn is niet langer ondenkbaar.

Han Dieperink, Chief Investment Officer

Disclaimer