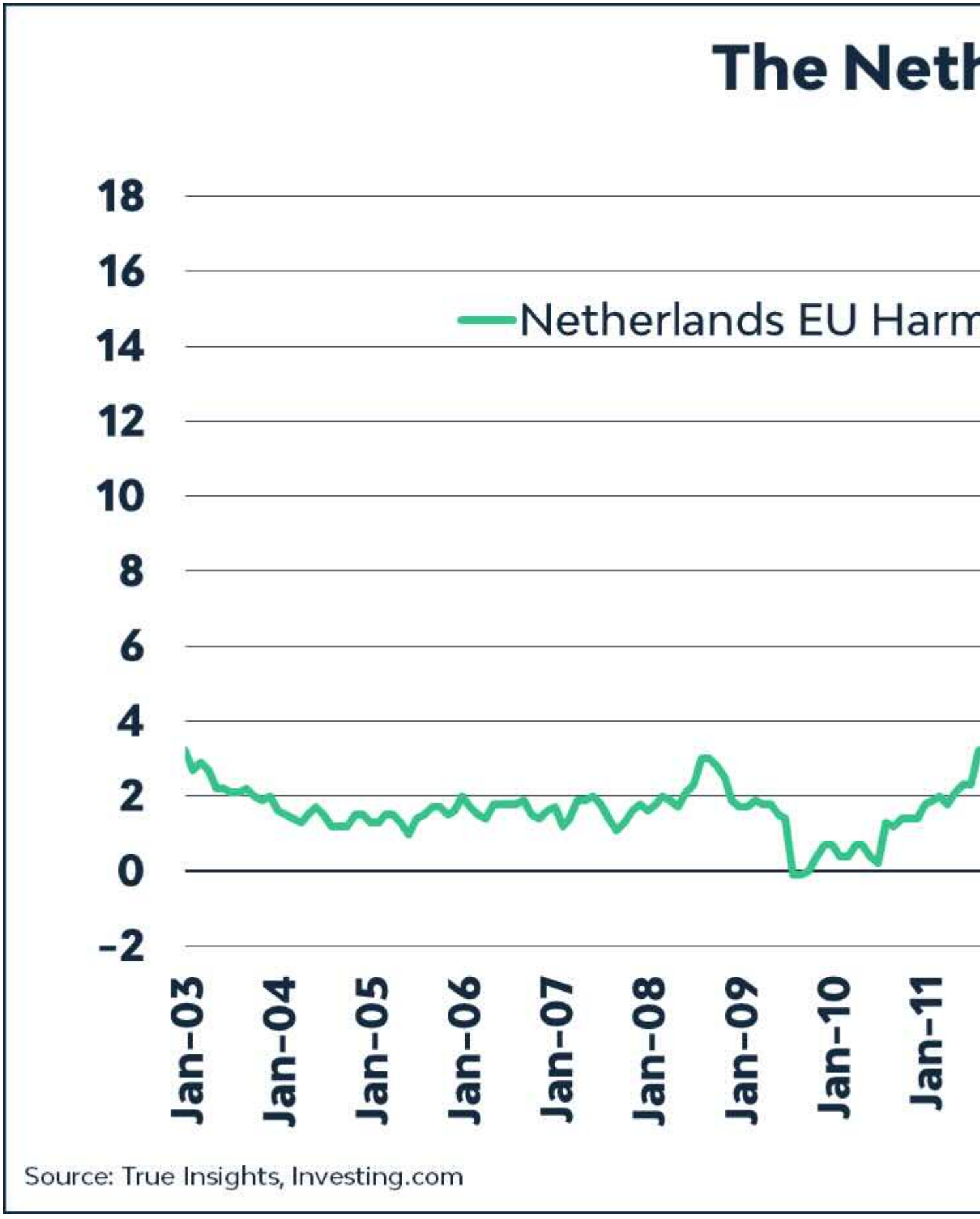
Meer uitdagingen

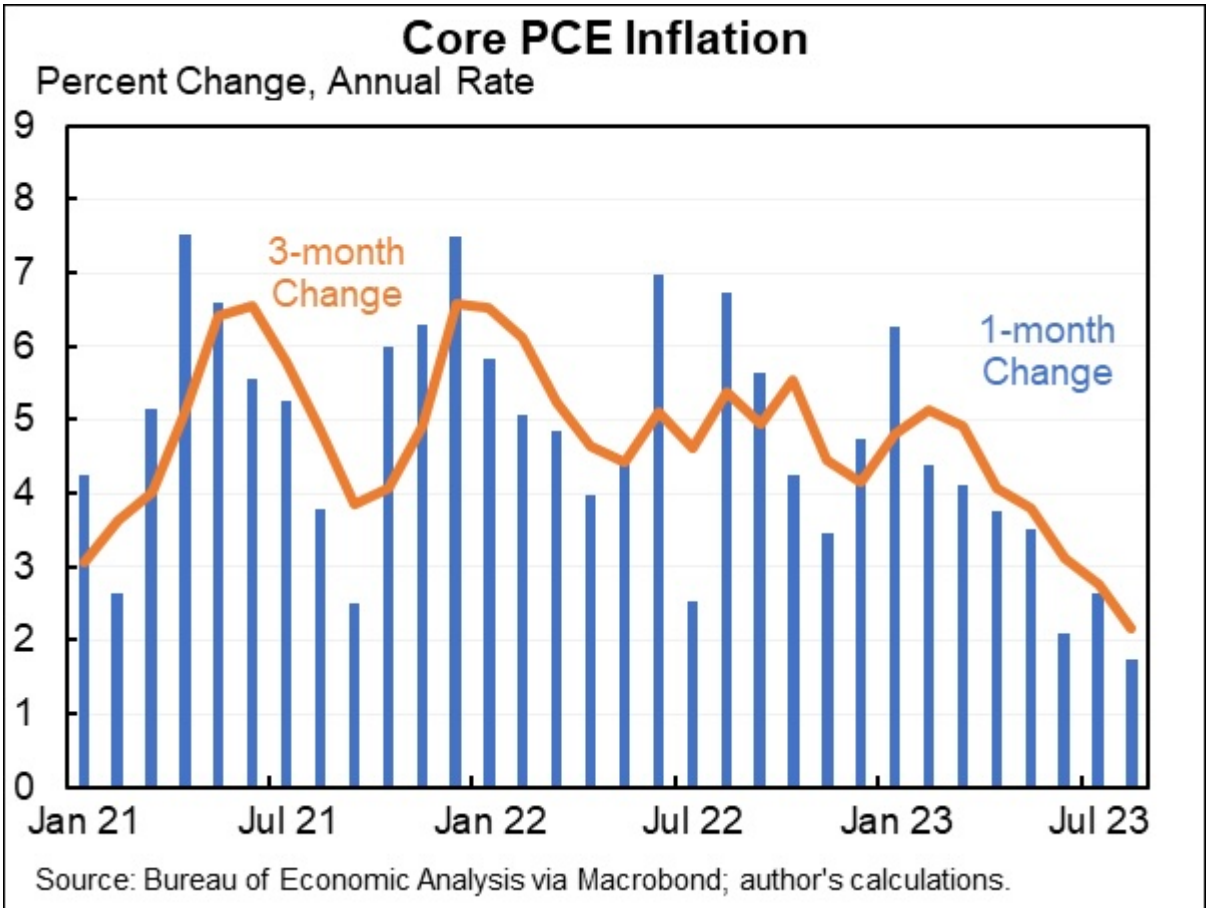
Beschrijving

De rente stijgt. In de Verenigde Staten niet door de inflatiecijfers, maar meer als gevolg van de perfecte landing van de Amerikaanse economie. De Fed kan zich daardoor een asymmetrisch monetair beleid veroorloven. Als de inflatiecijfers meevallen, hoeft de rente nog niet omlaag, maar als de inflatiecijfers tegenvallen gaat de rente omhoog. In plaats van de enkele jaren geleden beloofde â??langer laagâ?? blijft de rente nu dus â??langer hoogâ??. Waarschijnlijk zal ook dit keer de Fed die belofte moeten breken. De Fed gaat de rente verlagen op het moment dat er sprake is van een recessie of wanneer er sprake is van een financiÃ«le systeemcrisis. De kans op een recessie of een financiÃ«le systeemcrisis neemt toe naarmate de Fed de rente langer hoog zal houden.


The Neth
18
16
14
12
10
8
6
4
2
0
-2
Netherlands EU Harm
Jan-03
Jan-04
Jan-05
Jan-06
Jan-07
Jan-08
Jan-09
Jan-10
Jan-11
Source: True Insights, Investing.com

Stijgende waarderingen en stijgende rentes

Nu is 2023 het jaar van de stijgende waarderingen op de aandelenmarkt en stijgende rentes op de obligatiemarkt. Dat is geen gelukkige combinatie en ook niet Ã©Ã©n die vaak voorkomt. Alleen in jaren 1987, 1998 en 2018 was dit het geval, allemaal jaren met financiÃ«le ongelukken en een centrale bank die daarna het roer moet omgooien. Toen was het â??langer hoogâ?? een kort leven beschoren. Het probleem is dat hogere rentes weinig meer overlaten van de risicopremie op aandelen. Het gat tussen de 5,5 procent vergoeding op een geldmarktfonds in de Verenigde Staten en het dividendrendement van 1,6 procent op aandelen is sinds 2000 niet meer zo groot geweest. De tijden van TINA zijn daarmee voorgoed voorbij.



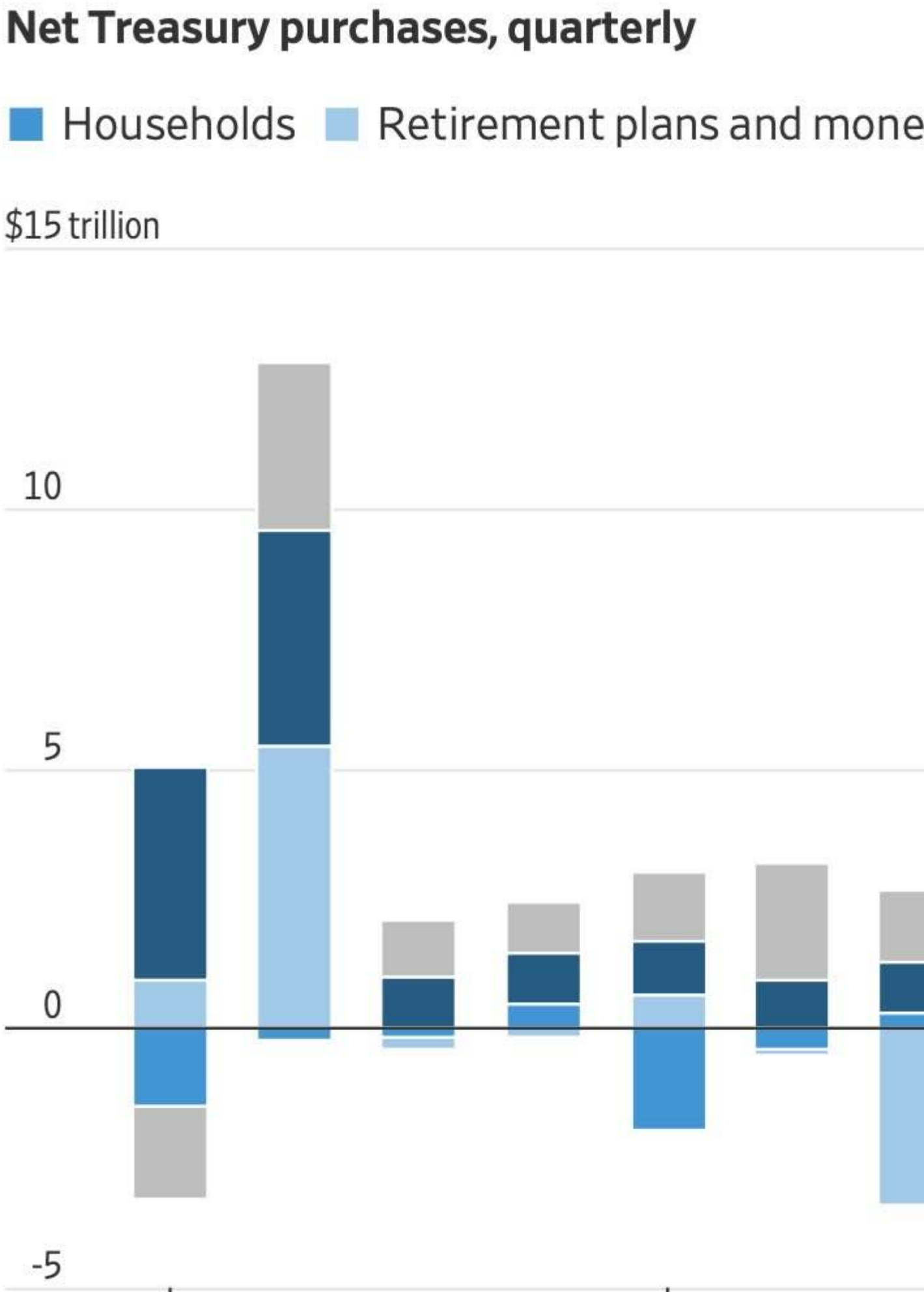
Stagflatie in de eurozone

De ECB kan niet anders dan de Fed volgen. Als de ECB nu zou stoppen met verkrappen, gaat de euro nog verder onderuit en wordt er nog meer inflatie geÃ¯mporteerd. De ECB verhoogt daarom de rente, maar dat zorgt er in Europa vooral voor dat de economie in een recessie geraakt, zonder dat dit veel invloed heeft op de inflatie. Inflatie in Europa wordt in Europa vooral veroorzaakt door politieke besluiten. Daarom zijn energieprijzen hier ook veel hoger dan in de rest van de wereld. De oplossing om iedereen die financieel in de problemen komt ook vanuit de overheid te steunen, frustreert natuurlijk het beleid van de ECB. Overheden laten ondertussen de begrotingstekorten oplopen en lijken zich niets aan te trekken van de hogere rentelasten. Dat is meer iets voor na de verkiezingen waarvan er volgend jaar veel zijn, verspreid over de wereld. Het is natuurlijk niet zo vreemd dat de rente stijgt bij

overheden met hoge schulden en sterk oplopende begrotingstekorten. Zelfs in de VS moet de rente omhoog om voldoende beleggers aan te trekken die de Amerikaanse staat willen financieren.

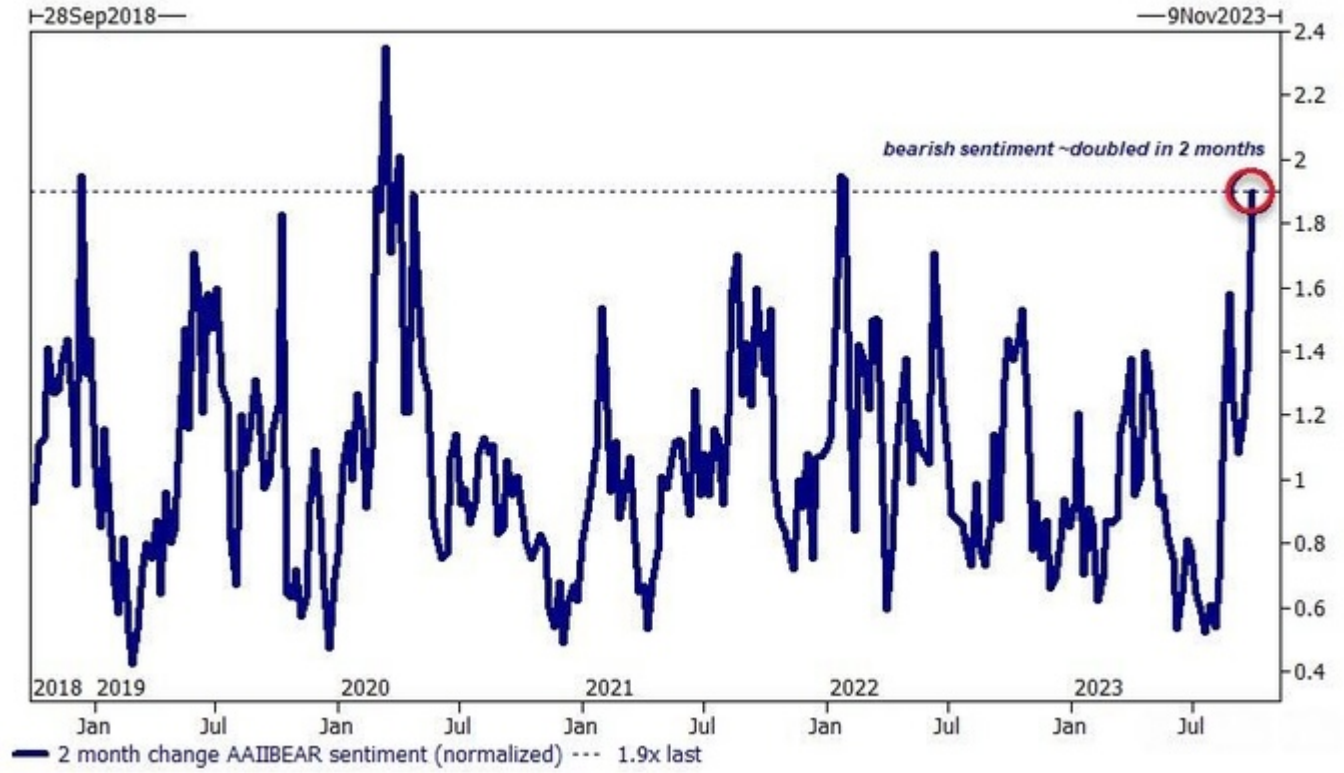
Structurele krimp eurozone

Toch zullen ook in Europa uiteindelijk met forceren de prijzen dalen. Er wordt namelijk hard gewerkt om de Europese economie te slopen. Bedrijfstakken die veel energie verbruiken zijn beter af buiten Europa en vertrekken. De combinatie van dure energie en hoge lonen zorgt er ook voor dat de maakindustrie het niet gemakkelijk heeft. Duitse autobouwers die recent massaal ingezet hebben op elektrische autoâ??s worden nu uit de markt geprijsd door Chinese elektrische autoâ??s. Nu worden de Chinezen van dumping beschuldigd, maar de Europese industriepolitiek is ook niet helemaal vrij van subsidies. Anders had Tesla geen grote fabriek gebouwd in de buurt van Berlijn. Inmiddels zoekt Rishi Sunak de oplossing in het uitstellen van de energietransitie en het lijkt een kwestie van tijd tot de Duitse autobouwers ook aankloppen in Berlijn.


Net Treasury purchases, quarterly
Households
Retirement plans and mone
$15 trillion
10
5
0
-5

De overheid is het nieuwe monetaire transmissiemechanisme

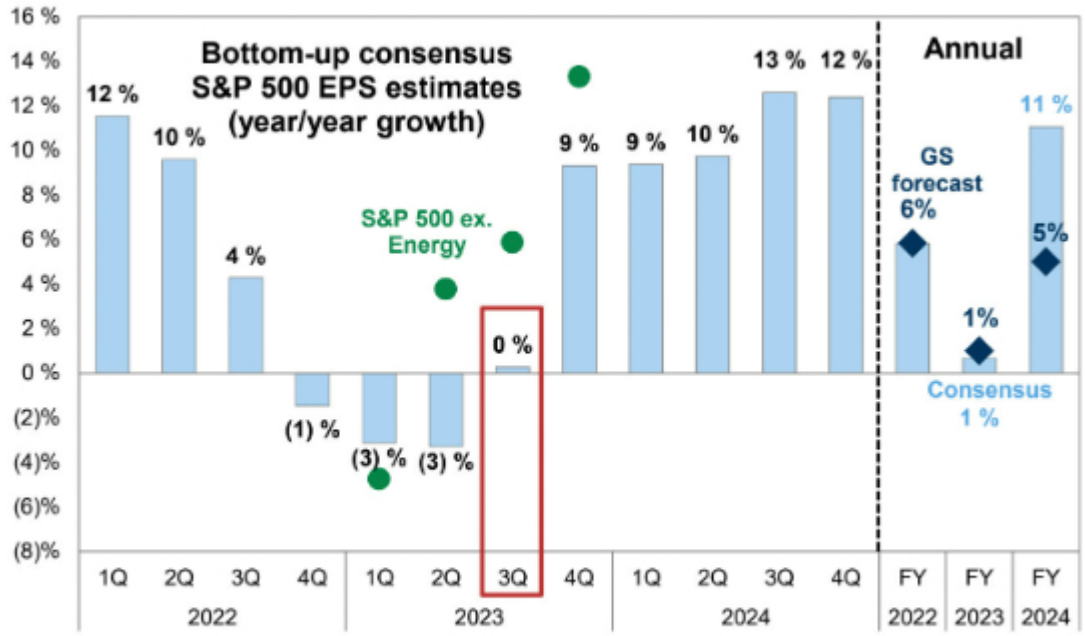
Omdat een groot deel van de schulden na de Grote FinanciÃ«le Crisis zijn verschoven van de particuliere sector naar de overheid, loopt het monetaire transmissiemechanisme niet meer via de hypotheekmarkt (zeker niet met de kunstmatige schaarste op de huizenmarkt) of via de gesubsidieerde consument. Het nieuwe monetaire transmissiemechanisme is de overheid zelf. Die zal uiteindelijk door de hogere rentelasten minder ruimte krijgen om te stimuleren. Het probleem met politici is dat ze geen stemmen winnen door in te zetten op te bezuinigen. Wie dat wel doet, verliest de verkiezingen. Nu lijkt dat op zich ook een reden om de rente â??langer hoogâ?? te houden, maar wie bijvoorbeeld kijkt naar de Italiaanse rente ziet dat ook op korte termijn er al sprake kan zijn van een onhoudbare situatie. De Italiaanse 10-jaarsrente nadert de 5 procent en hoewel dit uiteraard niet de rente is die het land op haar bestaande schuld moet betalen, gaat dat in een â??langer hoogâ?? situatie wel die kant op. Bovendien zorgt het feit dat de rente zo sterk is gestegen op zichzelf al voor een hogere rente(opslag). De schuld van ItaliÃ« is zo hoog dat bij een rente van 5 procent de economie met minimaal 8 procent moet groeien om en de rentelasten te betalen en de schuld niet verder te laten oplopen. Voor wie dankt dat ItaliÃ« uniek is, Frankrijk is slechts Ã©Ã©n recessie verwijderd van ItaliÃ«.



Stemming is omgeslagen

Toch zijn er ook wat lichtpuntjes. Een groeiend deel van het slechte nieuws is in de koersen verdisconteerd. De stemming was aan het begin van het derde kwartaal nog opperbest, maar is inmiddels omgeslagen tot uitgesproken negatief. Bovendien ligt de doorgaans moeilijke septembermaand achter ons en zitten we nog steeds in het derde jaar van de Amerikaanse verkiezingscyclus, doorgaans het beste jaar. Verder is het vierde kwartaal meestal een goed kwartaal voor aandelen. De enige vraag is wat er voor gaat zorgen dat aandelen weer gaan stijgen. Gelet op de

asymmetrische opstelling rondom inflatie, lijkt inflatie geen rol meer te spelen. De rente kan dit jaar alleen nog omlaag vanwege een financieel ongeluk, anders wordt het op zijn vroegst maart volgend jaar. Nu lopen markten wel vooruit op de toekomst, maar Powell zal er alles aan doen om met zijn â??hawkishâ?? uitspraken de rente tot die tijd hoog te houden. Als de Fed zou stellen dat de rente maart volgend jaar omlaag kan, dan zou dit meteen worden verdisconteerd in de markt.

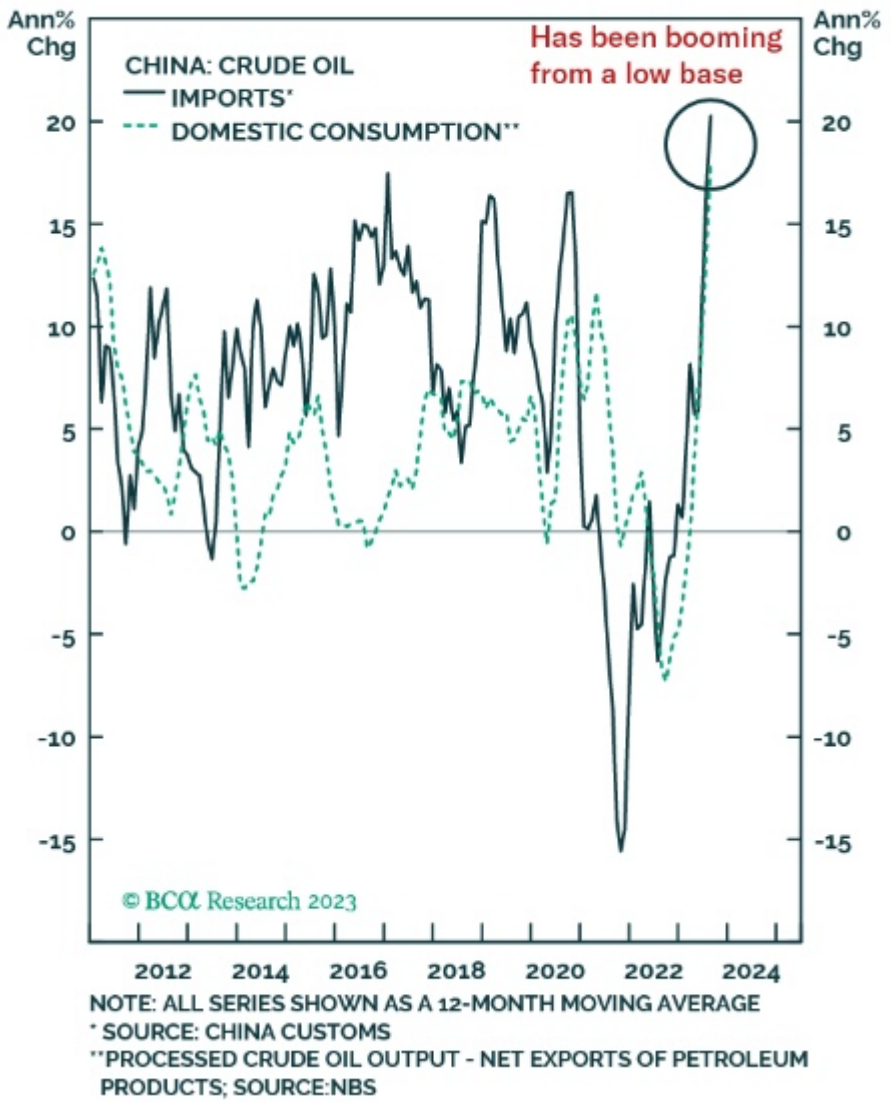


Goldman Sachs

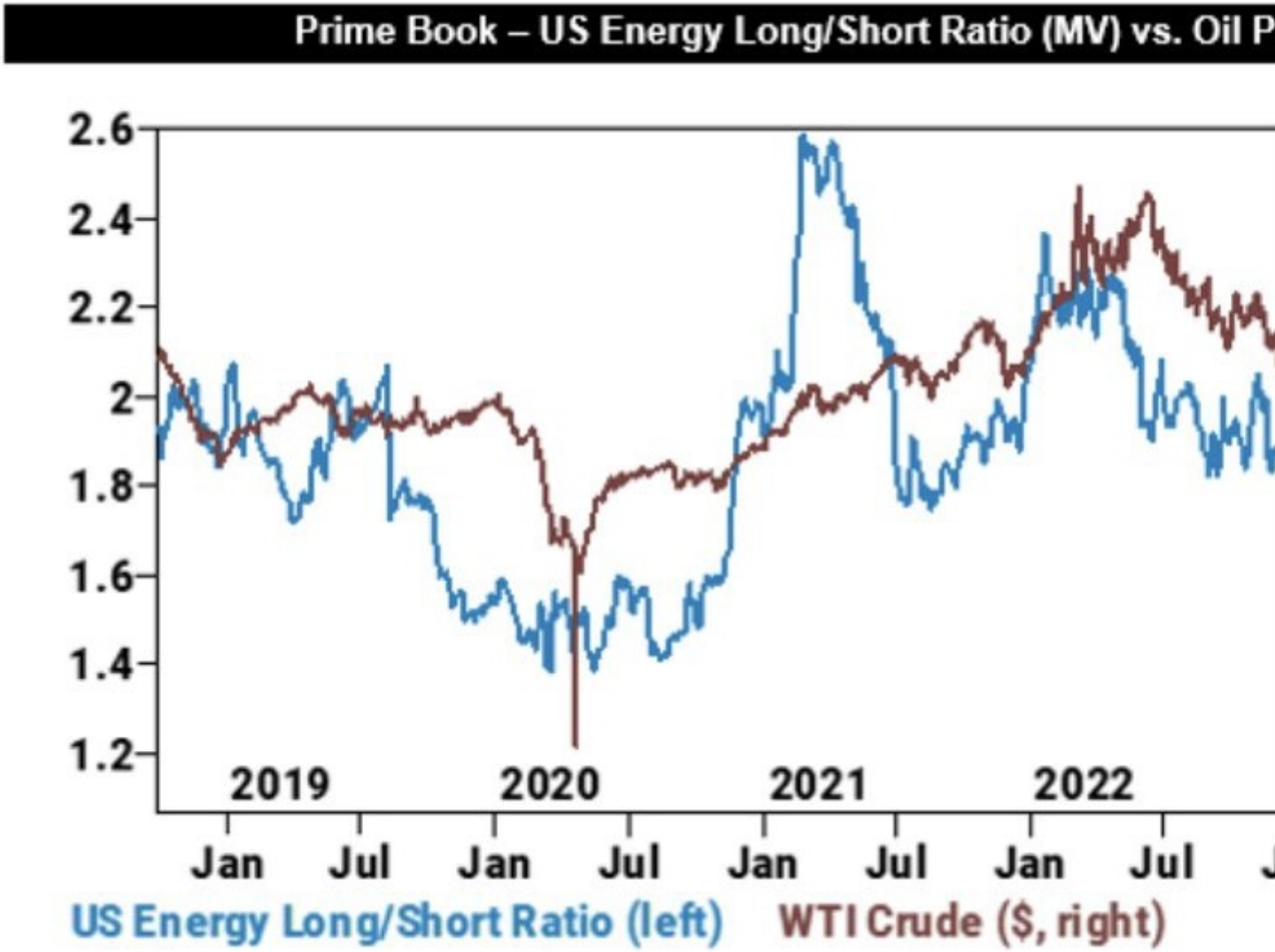
Meer optimisme over bedrijfsresultaten

Mogelijk dat ook het komende cijferseizoen zou kunnen helpen. De afgelopen kwartalen schommelde de winstontwikkeling rondom het nulpunt, maar vanaf dit kwartaal (dat overigens pas begin volgend jaar wordt gerapporteerd) gaat het de goede kant op. Het risico is wel dat analisten door het verbeterende sentiment in het eerste halfjaar mogelijk optimistischer zijn gaan taxeren. De dalende inflatie kan immers ook worden vertaald in minder pricing power voor het bedrijfsleven. Nu de periode van graaiflatie voorbij is, dalen wellicht ook de overwinsten. Voor Europese bedrijven maakt dat niet zo veel uit, die overwinsten zouden anders toch maar afgeroomd worden door extra belastingen.

Strong Oil Consumption In China



De bedrijfsresultaten worden ook geholpen door de stijgende olieprijzen. Er lijkt een opmerkelijke consensus dat de olieprijs niet veel verder zal stijgen dan zoâ??n 100 dollar per vat. Zo zijn de speculanten in de oliemarkt ook gepositioneerd. Bedenk echter wel dat bij bij een groeiende macht van OPEC de olieprijzen normaal gesproken stijgen en dat de vraag vanuit China weliswaar is gestegen, maar nog lang niet terug is op de pre-Corona trendlijn. Wel begint de olieprijs geleidelijk een functie te krijgen. Op verschillende plekken in de wereld wordt er weer meer geÃ¯nvesteerd in het vinden van en het exploiteren van olievelden. Alleen duurt het meestal jaren voordat die velden ook produceren.



Meer uitdagingen

Een stijgende rente, een stijgende olieprijs, opnieuw een discussie over het kredietplafond, de staking bij de UAW waar voor het eerst zelfs een Amerikaanse president zich laat zien, 44 miljoen Amerikanen die voor eerst in lange tijd weer maandelijks gemiddeld 393 dollar moeten afbetalen op hun studieschulden, stagflatie in Europa, etc, etc. De lijst met uitdagingen is lang. Tegelijkertijd helpen al deze zorgen ervoor dat de markt zoals in juli niet te ver voor de muziek uit gaat lopen. Een gezonde bull-markt beklimt nu eenmaal een muur van angst.

Han Dieperink, Chief Investment Officer

Disclaimer