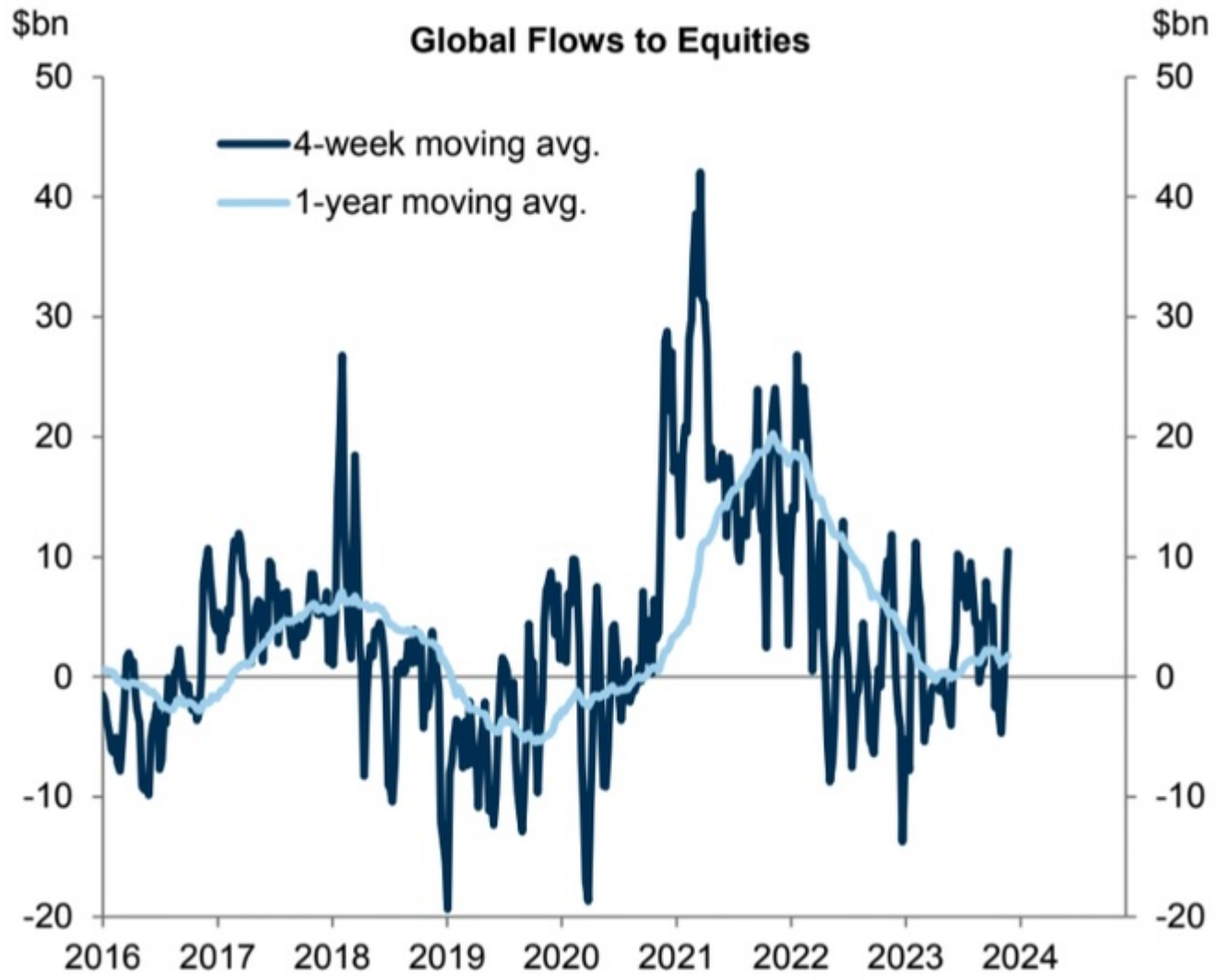
Real assets uit de gratie

Beschrijving

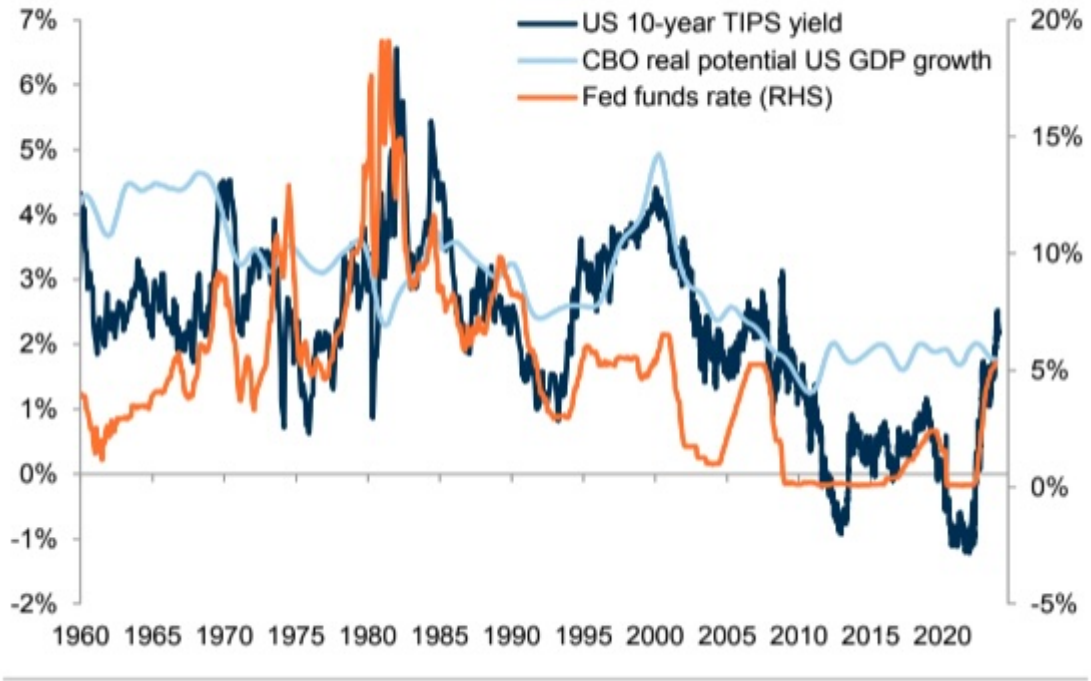
Er zijn in de wereld twee soorten activa. Aan de ene kant zijn er spullen die hun waarde ontlenen uit het feit dat ze schaars zijn. Aan de andere kant staan productiemiddelen waarmee schaarse goederen worden geproduceerd. De twee soorten activa strijden dus met elkaar. De kracht van ondernemers in een vrije markt is dat ze altijd manieren weten te vinden om meer te produceren met minder. Dat noemen we productiviteit, feitelijk de enige bron van economische groei. De hoeveelheid geld in de wereld is ook bepalend voor het feit of de markt een voorkeur heeft voor de schaarse goederen of voor productiemiddelen. Aangezien rente de prijs van geld is, is de ontwikkeling van de rente bepalend voor deze tweedeling. De vuistregel, een variant op de Greater Fool theorie is dat als er meer geld is dan er gekken zijn, risicovolle beleggingen stijgen. Op het moment dat er meer gekken zijn geld, zullen risicovolle beleggingen dalen.



Meer geld dan gekken

In de afgelopen jaren was er overduidelijk te veel geld. De rente was laag of zelfs negatief. Centrale banken gaan er dan onterecht van uit dat die lage rente zorgt voor ontsparingen en hogere investeringen. In de praktijk wordt er echter meer gespaard, want met een lagere rente duurt het immers langer om het spaardoel te bereiken. Er wordt ook onvoldoende geÃ¯nvesteerd, althans in nieuwe productiviteit verhogende productiemiddelen. De markt heeft dan een duidelijke voorkeur voor bestaande activa, boven die onzekere investeringen in de toekomst. Dat die toekomst onzeker is, wordt immers aangegeven door de extreem lage rente. Als de rente negatief is, dan is het heden zelfs zekerder dan de toekomst. Inderdaad de wereld op zijn kop. In de markt hebben dan bestaande activa de voorkeur. Vreemd genoeg is er dan ook een duidelijke voorkeur voor het verzamelen van schaarse goederen. Of het nu een Rolex, een fles Japanse Whisky of een klassieke auto is, allemaal stijgen ze sterk in prijs. Een centrale bankier heeft het dan al snel over het blazen van zeepbellen als neveneffect van het monetaire beleid. Bedrijven kopen het liefst eigen aandelen in en dit is de ideale tijd voor Real Assets, te veel geld in combinatie met een onzekere toekomst.

Exhibit 19: 10-year TIPS yields are above US trend growth estimates

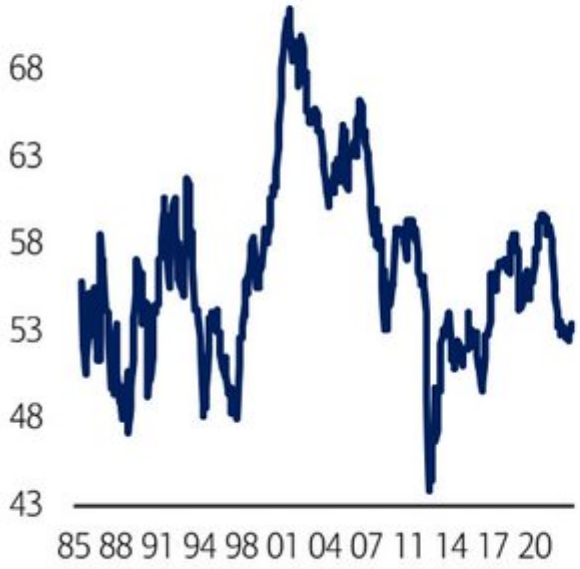


Source: Haver Analytics, Goldman Sachs Global Investment Research

Meer gekken dan geld

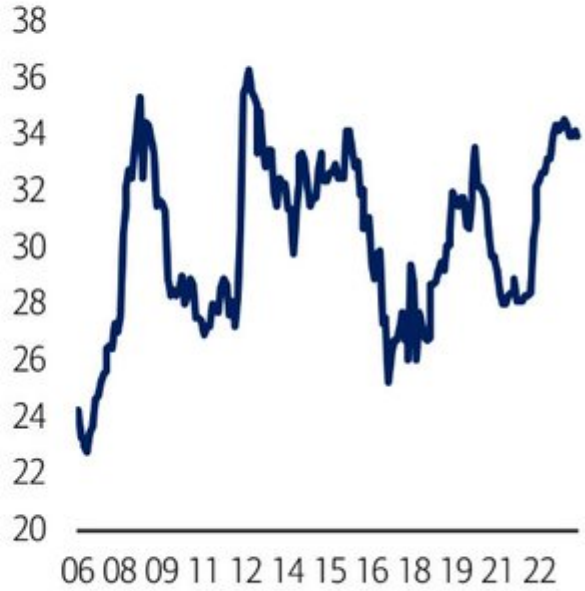
Inmiddels is de monetaire uitbundigheid omgeslagen. In de afgelopen twee jaar is de rente sterk verhoogd en staan we op het punt dat er meer gekken zijn dan geld. Dat is ook het punt dat verschillende activa de neiging heeft om te dalen. Dat hebben we gezien bij Rolex, Japanse Whiskyâ??s en klassieke autoâ??s. Ook op de financiÃ«le markten waren de gevolgen groot. De meest veilige beleggingscategorie zijn langlopende Amerikaanse treasuries en die verloren in drie jaar tijd meer dan 50 procent, erg veel voor een veilige haven. Groot was ook de slachting in de markt voor commercieel vastgoed. Met aandelen viel het wel mee, ook omdat de Magnificent Seven als de nieuwe veilige haven wordt gezien. Uiteraard hebben we het hier over nominale ontwikkelingen. Als er wordt gecorrigeerd voor inflatie, dan is het beeld een stuk somberder. Inmiddels ligt de rente zowel in de Verenigde Staten als Europa boven de nominale groeivoet van de economie. Dat is het moment dat de rente de economische groei begint te remmen, maar hoe sterk is afhankelijk van het niveau van de neutrale rente.

Exhibit 7: Wall Street strategists: just off a 6yr low in equity allocations...
Average recommended allocation to stocks by Wall Street strategists (1985-10/2023)



Source: BofA US Equity & Quant Strategy
BofA GLOBAL RESEARCH

Exhibit 8: ...and a 10yr high in bond allocations
Average recommended allocation to bonds by Wall Street strategists (2006-10/2023)

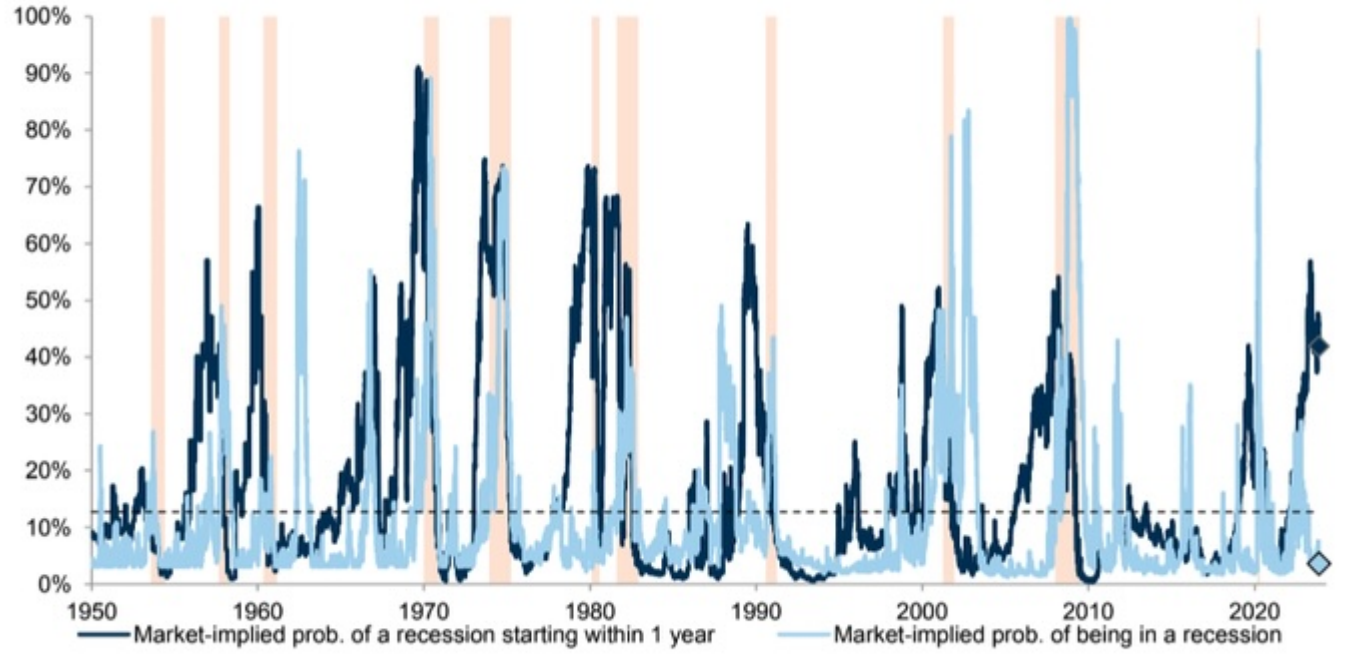


Source: BofA US Equity & Quant Strategy
BofA GLOBAL RESEARCH

Waar ligt de evenwichtsrente?

De neutrale of evenwichtsrente is een rente waar vraag en aanbod in evenwicht zijn. De neutrale rente is gelijk aan de groeivoet van de economie. Nu is het niet eenvoudig om op het moment zelf die groeivoet te bepalen. Het blijft wat dat betreft een beetje trial and error. Volgens sommigen is de groeivoet gelijk aan die van voor de coronacrisis. In de VS is dat reÃ«el ongeveer 0,6 procent, in Europa een stuk lager. Tegelijkertijd zijn er verschillende factoren die pleiten voor een hogere groeivoet in de toekomst. Denk aan de productiviteitsverhogende effecten van tal van investeringen, niet in de laatste plaats op het gebied van kunstmatige intelligentie. Op het moment dat de rente te hoog is, worden die investeringen geremd. Idealiter moet de rente altijd net boven de neutrale rente uitkomen. Dat is een impuls voor bedrijven die sterker te groeien dan de markt, terwijl de bedrijven die minder sterk groeien dan de markt geen financiering meer kunnen krijgen.

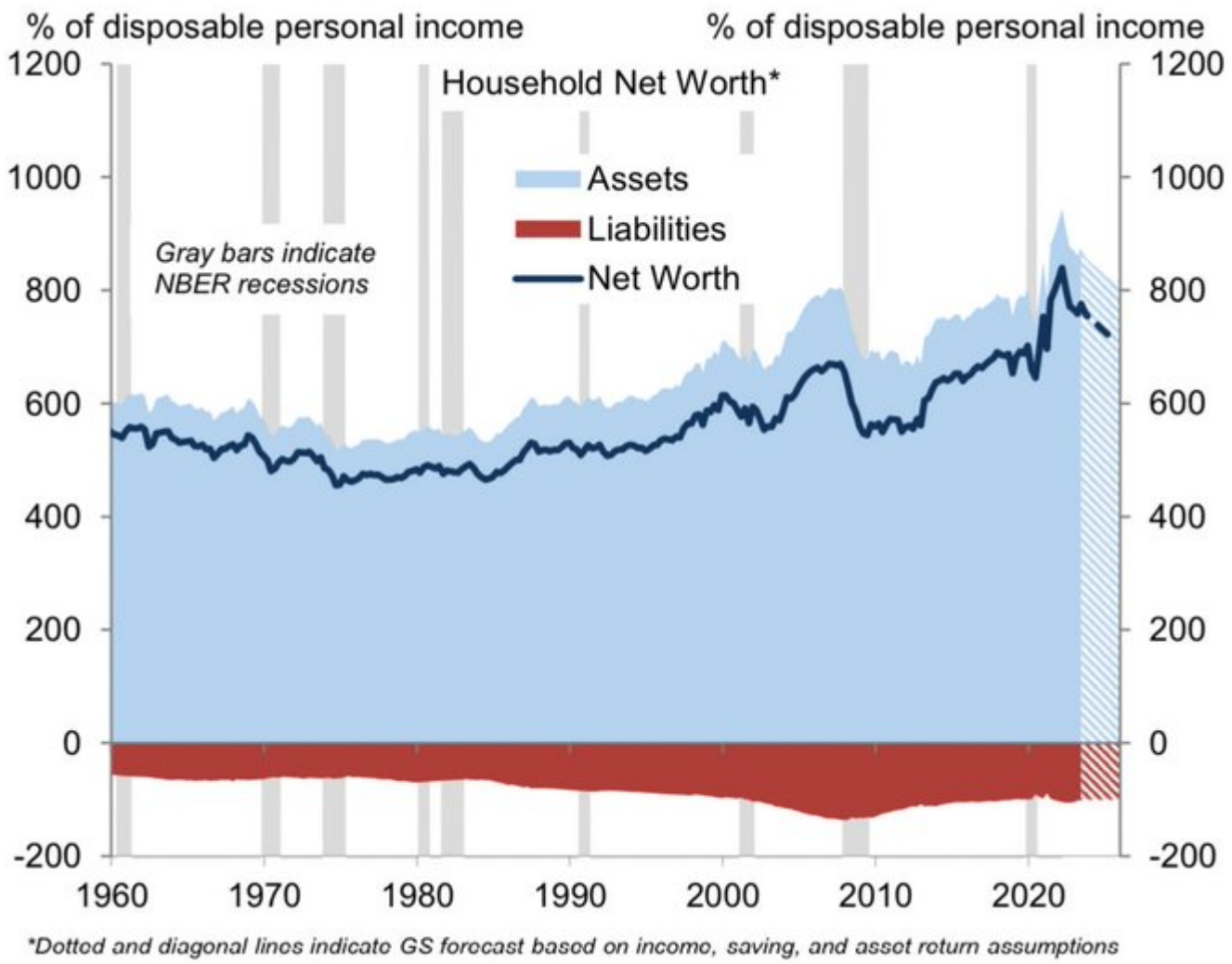
Exhibit 8: The market-implied US recession probability has declined to 40%-45%
Orange shading: US recession. Dotted line: unconditional probability



Source: Datastream, Haver Analytics, Worldscope, Goldman Sachs Global Investment Research

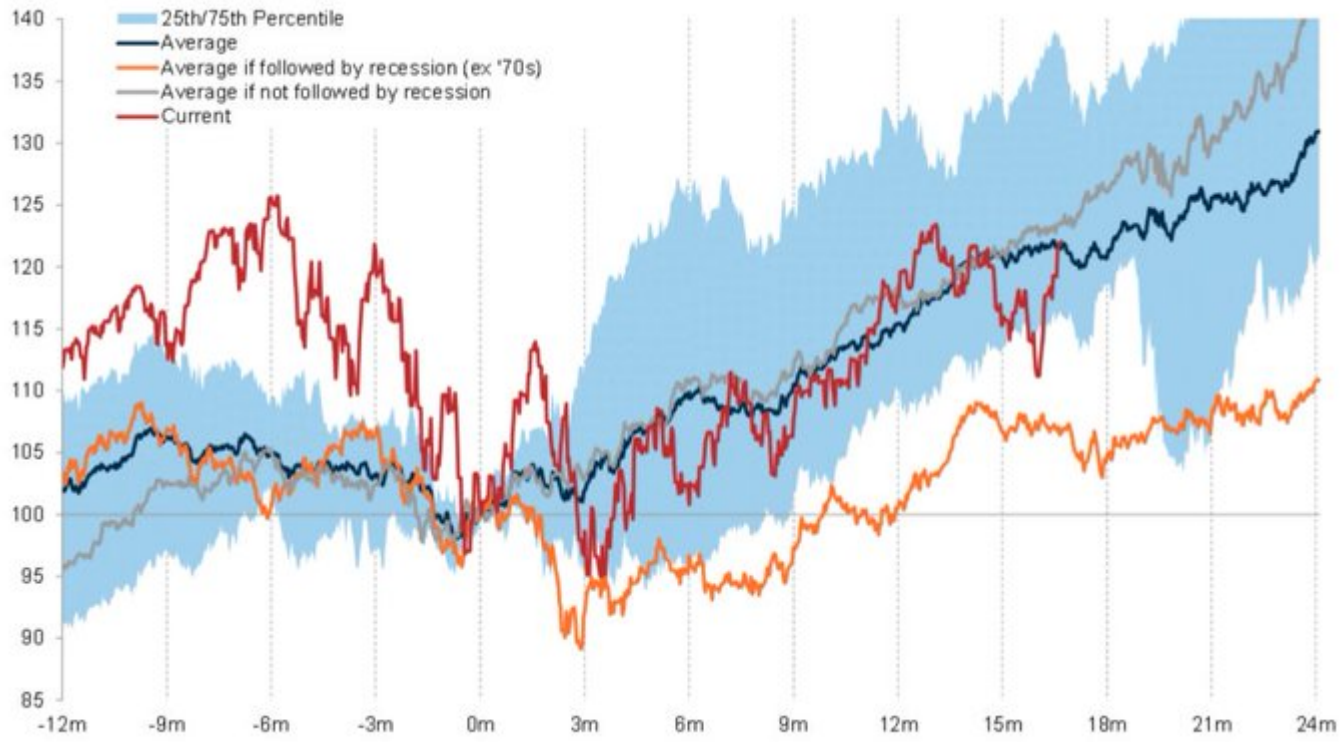
Deja vu 2023

De Amerikaanse centrale bank stuurt nog altijd aan op een zachte landing van de Amerikaanse economie. Hoewel er wel degelijk gevreesd wordt voor een Amerikaanse recessie volgend jaar is dat geen done deal. Wat dat betreft zitten we een beetje in een deja vu van een jaar geleden. Wel is er steeds meer zekerheid over het feit dat de piek in de rente achter ons ligt en daarmee ook het punt van piek verkrapping. Dat betekent dat de we nu geleidelijk bewegen naar een punt dat er weer meer geld beschikbaar is en dat is de brandstof waar financiÃ«le markten op zitten te wachten. Het is dan ook niet zo vreemd dat de traditionele eindejaarsrally vier weken geleden is begonnen. Die toenemende liquiditeit is de opmaat voor een mooi beursjaar in 2024. Het grote voordeel is dat er zowel met aandelen als obligaties rendement is te maken. Als daar ook nog eens de toegevoegde waarde van private markten bij worden geteld, dan is er zelfs sprake van het beste instapmoment van de eeuw.



Opnieuw reflatie en financiÃ«le repressie

De taak van centrale banken is om geldontwaarding tegen te gaan en tegelijkertijd de economie te laten groeien. Waarschijnlijk zal zowel in Europa als de Verenigde Staten volgend jaar de 2 procent inflatiedoelstelling worden bereikt. Hoewel de kans op een recessie dalende is in de Verenigde Staten, zijn er wel degelijk systeemrisicoâ??s. Gezien het belang dat centrale bankiers hechten aan de energietransitie is het vastlopen van deze transitie een direct gevolg van de gestegen rente. De energietransitie wordt immers al snel met 80 procent gefinancierd met vreemd vermogen en zo spectaculair zijn de kasstromen nu ook weer niet. Verder waren centrale bankiers voorafgaand aan deze inflatieperiode bezig met de houdbaarheid van de schulden op lange termijn. Dat kan door de rente structureel beneden de nominale groeivoet van de economie te houden. Dat heet reflatie of ook wel financiÃ«le repressie. Op het moment dat inflatie onder controle is, is de kans groot dat men terugvalt op een net iets te ruim beleid. Goed voor financiÃ«le activa inclusief de real assets.



Han Dieperink, Chief Investment Officer

Disclaimer