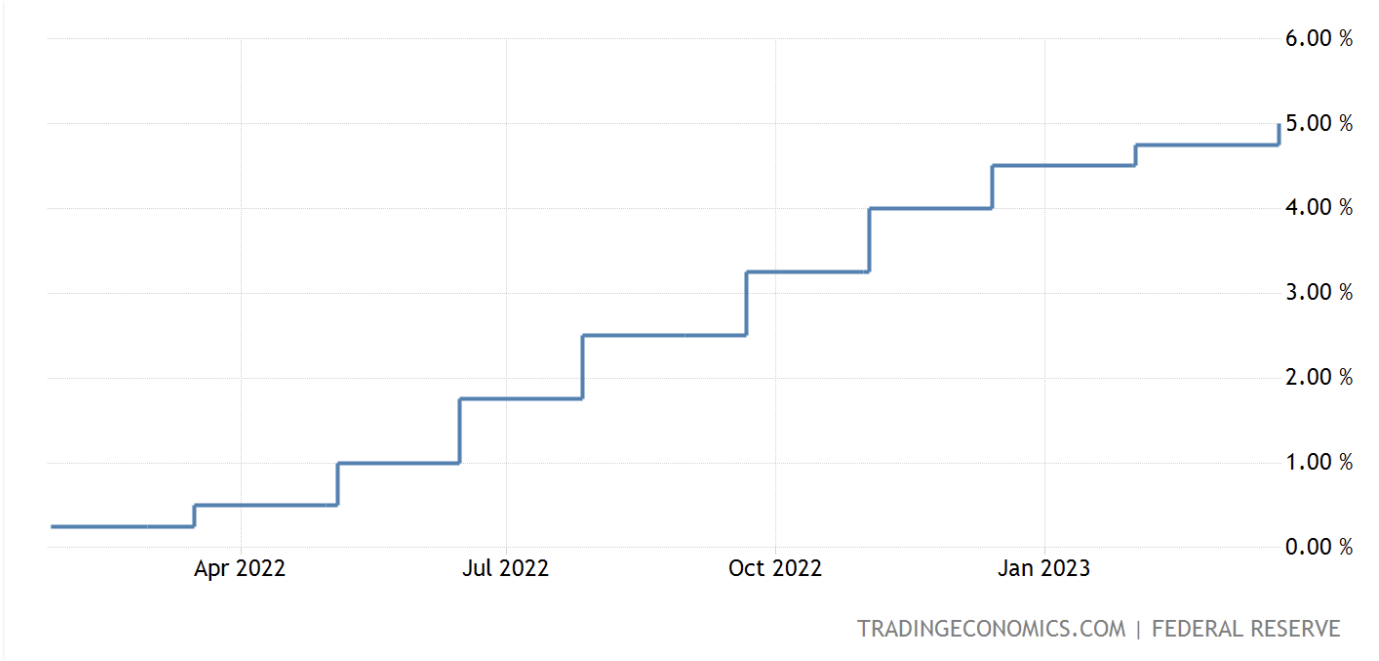
Tijd voor een pauze

Beschrijving

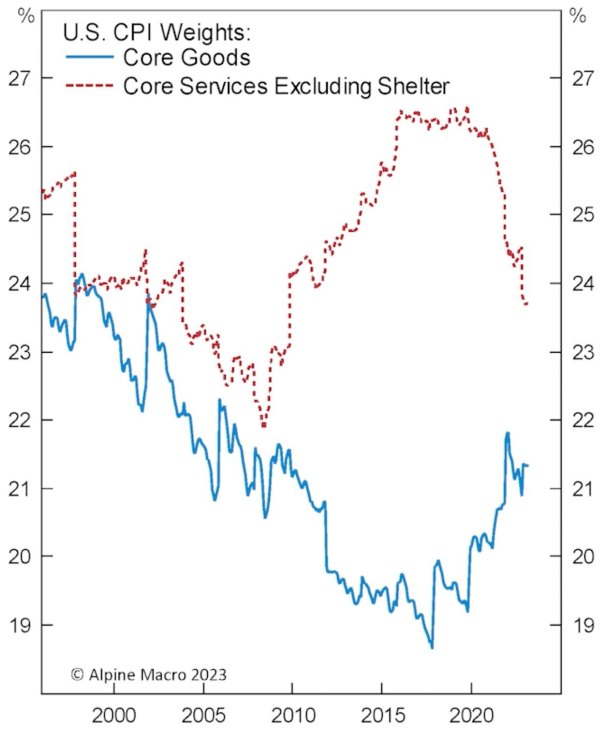
Elk jaar in de financiÃ«le wereld heeft een eigen narratief. Iemand die dat narratief goed weet te voorspellen, weet meteen welke beleggingskeuzes gemaakt moeten worden. Het jaar 2020 draaide om pandemie en depressie, voor 2021 was het reflatie inclusief de steun van overheden en centrale banken, 2022 draaide om het bestrijden van inflatie. Het narratief voor 2023 is nog altijd desinflatie. Dat er sprake is van desinflatie (dalende inflatie) staat niet ter discussie, er is vooral discussie over het tempo waarin. Verder is het van belang dat de Amerikaanse centrale bank dit ook begrijpt. Daarom is het nu verstandig voor de Fed om het beleid van het voortdurend verhogen van de rente te pauzeren.



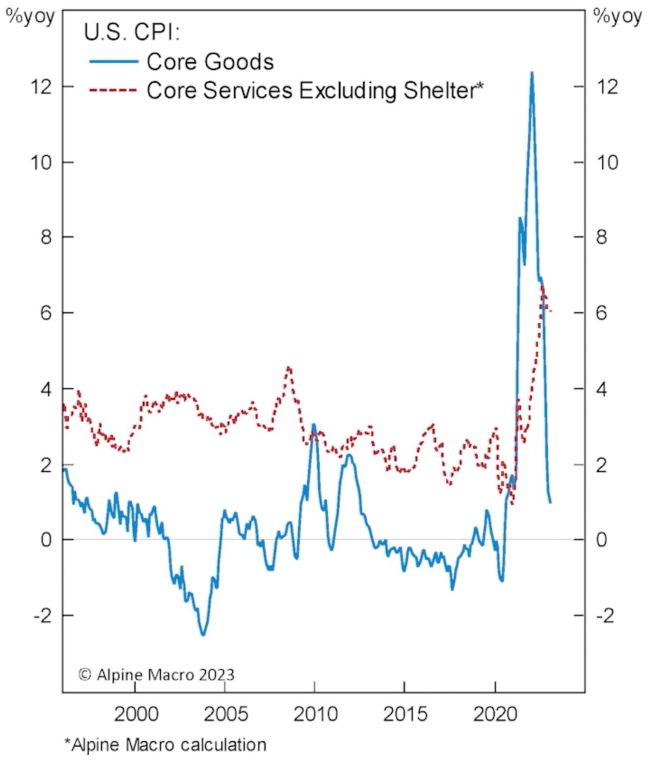
De markt rekent op een renteverhoging door de Federal Reserve op de bijeenkomst van het Federal Open Market Committee (FOMC) op 2 en 3 mei, geholpen door speeches van verschillende FED-leden in de afgelopen weken. Sinds maart 2022 heeft de Fed de rente negen keer verhoogd en dit wordt dan waarschijnlijk de laatste waardoor de Federal Funds Target Rate zal uitkomen tussen de 5 en de 5,25

procent. In maart verlaagde de Fed de groeiverwachting voor de Amerikaanse economie nog van 0,5 procent naar 0,4 procent voor dit jaar. Voor volgend jaar rekent de Fed op 1,2 procent groei. Volgens de Fed komt de (kern)inflatie dit jaar uit op 3,6 procent en volgend jaar op 2,6 procent. Verder vergeleek Powell het effect van de in maart begonnen bankencrisis met 1 tot 2 renteverhogingen. Nog even en een bankencrisis is een nieuw onconventioneel monetair beleidsinstrument.

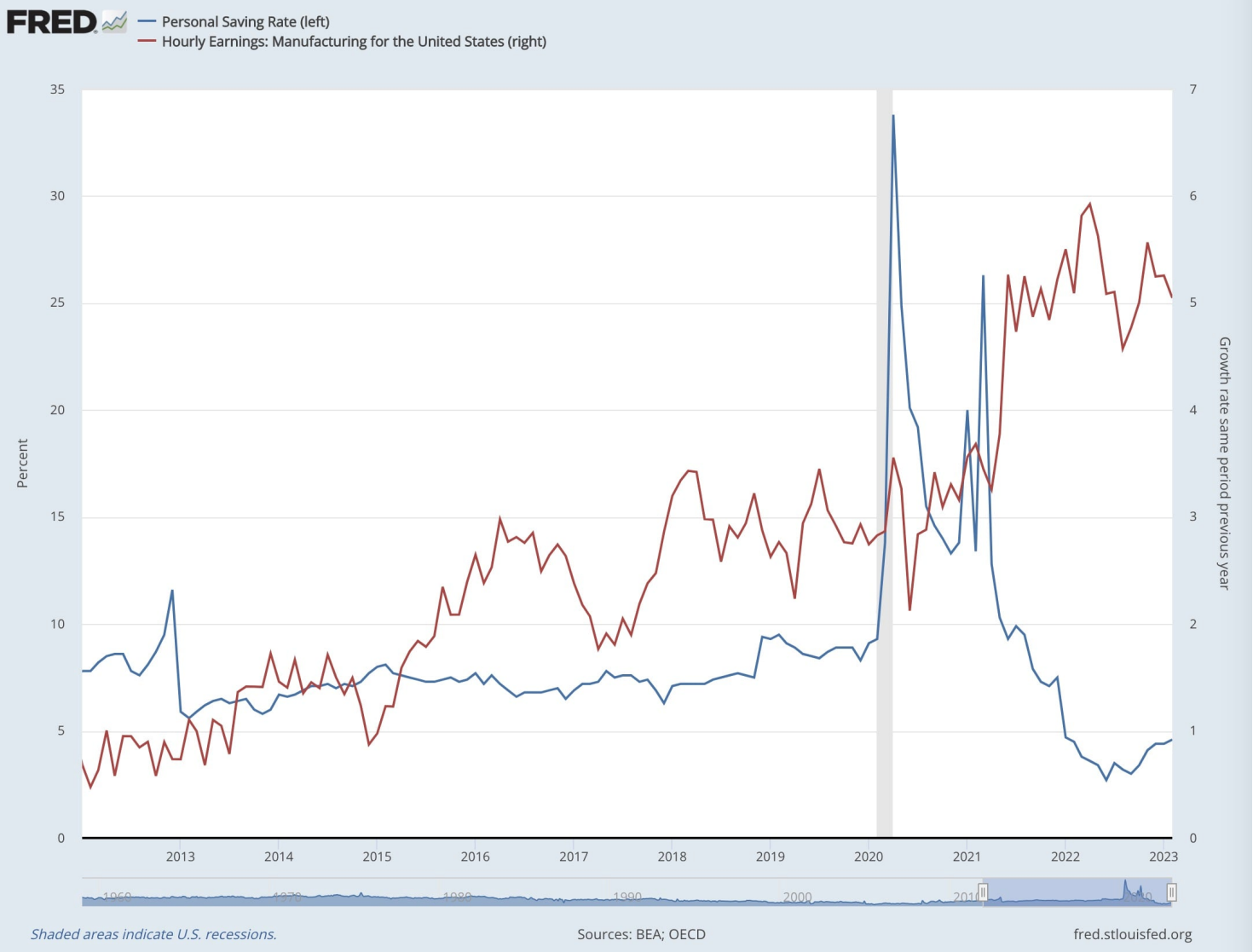
Super Core Service Vs Core Goods: Weights



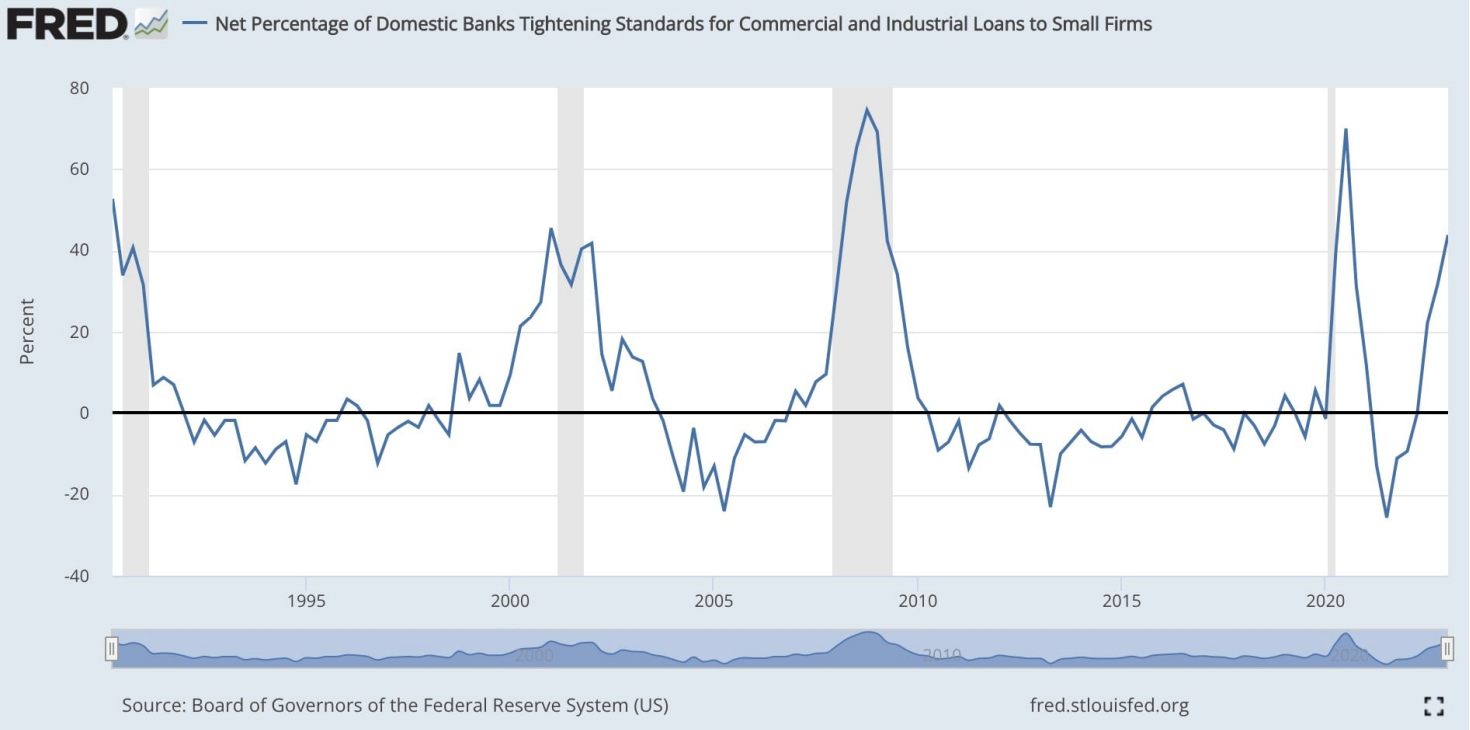
Super Core Services Vs Goods Inflation



De markt onderschat hoe snel de inflatie kan dalen. Om te voorkomen dat de cijfers niet meer kloppen met dat inflatieverhaal, kijkt men tegenwoordig naar de Super Core inflatie. Dat lijkt een beetje op de winstdefinitie rondom de millenniumwisseling. Wat toen begon bij Ebitda eindigde bij Ebac (earnings before all costs). Het nieuwe modewoord is Super Core Inflatie. Dat is de inflatie exclusief energie, voeding en de huizencomponent. Beetje flauw, maar als je alle componenten er uit haalt die blijven dalen, houd je vanzelf de componenten over die stijgen. De Super Core Inflatie is iets meer dan 20 procent van de totale inflatie, ongeveer even groot als de Core Goods inflatie. Dat deel van het inflatiemandje is in elkaar gestort en het is een kwestie van tijd dat ook de Super Core gaat dalen.

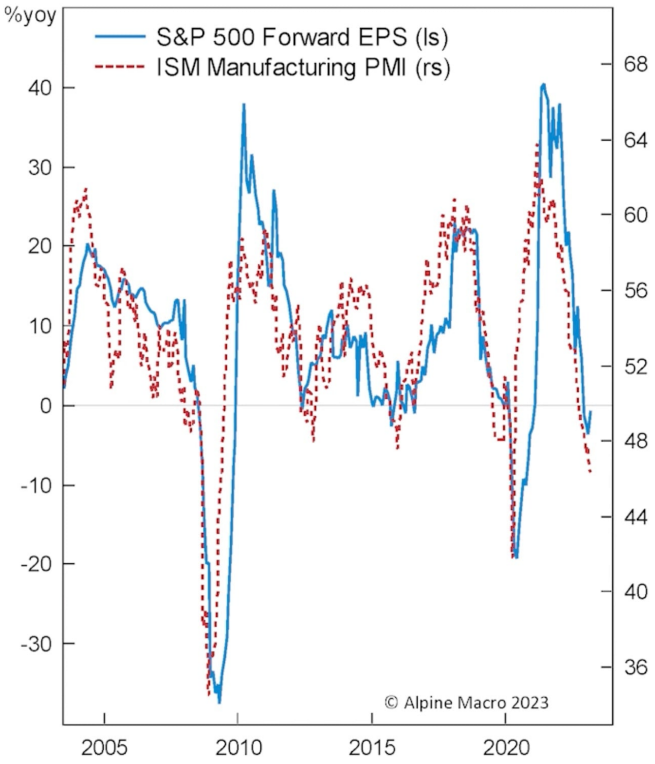


Uiteindelijk gaat het om de arbeidsmarkt. Die bepaalt of de inflatie hardnekkig zal blijven of niet. In de afgelopen jaren was er sprake van een sterke banengroei + stijgende lonen + ontsparingen. Die drie factoren samen staan min of meer gelijk aan de eindvraag (final demand). De kwartaalcijfers over het eerste kwartaal geven nog altijd aan dat de eindvraag sterk is. Alleen buigen al deze drie factoren wel om. De groei van het aantal banen neemt af + lonen stijgen minder sterk + consumenten beginnen te sparen. Het gevolg zal zijn dat de sticky inflatie helemaal niet zo sticky is als nu wel wordt gedacht.

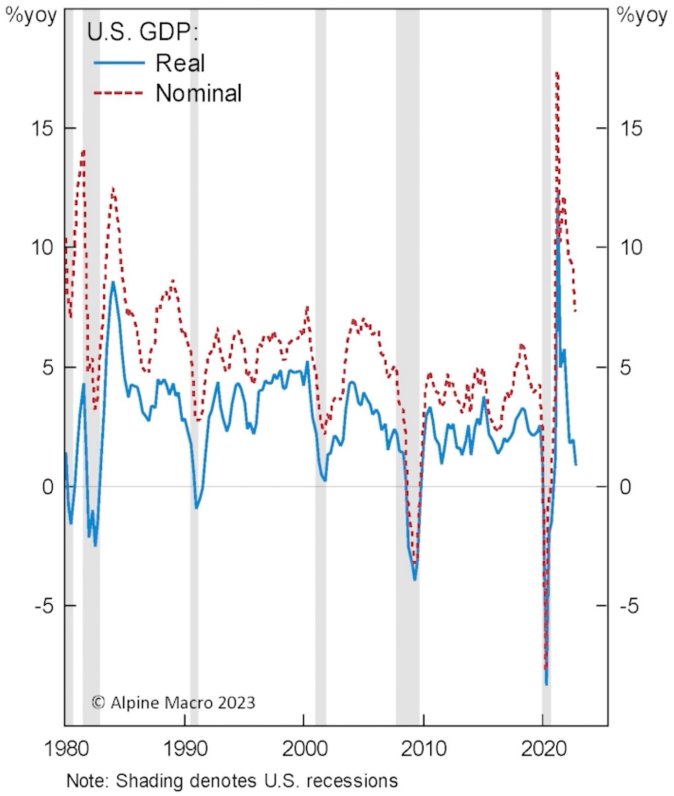


De Fed moet pauzeren. Er is geen goede reden voor de Fed om door te gaan met verkrappen. Een risico is wel dat de markt veel ambitieuzer is dan de projecties van de Fed. De markt rekent er op dat de Fed al snel de rente gaat verlagen, terwijl de Fed juist langere tijd de rente zijwaarts ziet bewegen. Als de dotplot van het FOMC wordt afgezet tegen de forward curve kan dat voor de Fed een excuus zijn om door te gaan met het verhogen van de rente. Alleen staat daar nu wel de credit crunch tegenover. Het was voor de bankencrisis al moeilijk om krediet te krijgen en de lending standards (laatste cijfers zijn van voor de bankencrisis) gaan dus nog veel verder omhoog, tot wellicht wel de 100. R* ligt nu ook boven de 2 procent en dat is restrictief. Er is geen enkele reden dat R* uiteindelijk hoger zou moet liggen dan op het niveau van voor de pandemie. R* wordt bepaald door twee factoren: de groei van de productiviteit en de groei van de beroepsbevolking. De productiviteit ligt al jaren op ongeveer 1,5 procent groei en de groei van de beroepsbevolking ligt na de pandemie lager dan daarvoor en komt in de buurt van het nulpunt.

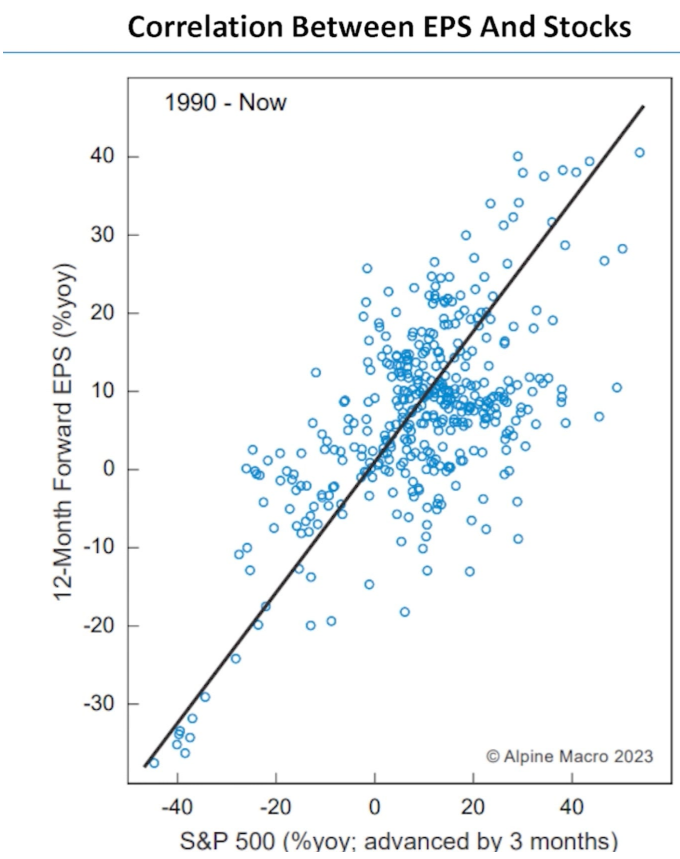
S&P 500:
EPS Has Already Rolled Over

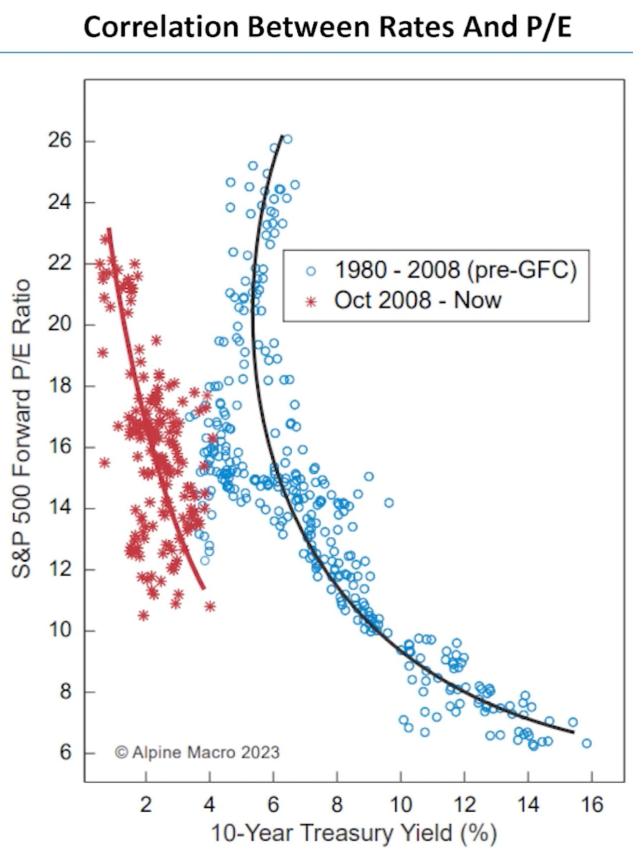


Nominal Vs Real Recession

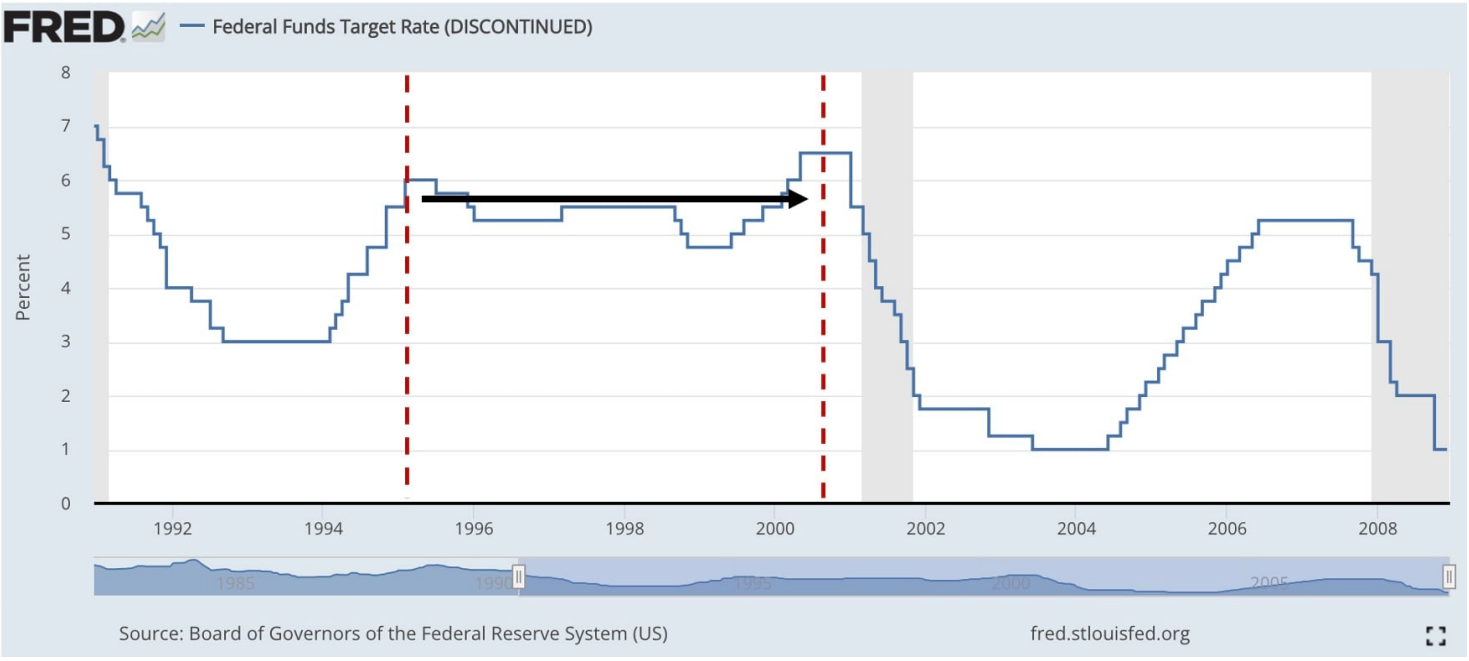


Iedereen is ervan overtuigd dat er een recessie komt, waarom is het dan toch een goed moment om te gaan beleggen? Eigenlijk is de winstrecessie al achter de rug, de winstverwachtingen zijn al duidelijk afgekomen. De reden dat aandelenmarkten dit jaar stijgen is omdat markten niet gek zijn en goed het verschil kunnen zien tussen een milde winstrecessie die past bij een inflatierecessie en de diepe winstval die past bij een deflatierecessie. Gelet op het economische momentum is een recessie voor eind 2024 niet waarschijnlijk en zelfs als er een recessie komt, gaat het om enkele kwartalen met bijvoorbeeld 0,5 procent krimp. Wat iedereen lijkt te vergeten is dat zelfs als de inflatie nog verder daalt er dan altijd nog sprake is van nominale BBP-groei. Winsten van bedrijven zijn een nominaal concept, niet reÃ«el. Doordat winst een nominaal concept is, is een zachte landing nog altijd mogelijk, ook geholpen door het economisch herstel buiten de VS.





Iedereen focust op die mogelijke winstkrimp, maar op hetzelfde moment dat winsten krimpen, gaat in een recessie de rente omlaag. Als de rente in de Verenigde Staten naar 2 of 2,5 procent gaat, dan mag de aandelenmarkt veel hoger gewaardeerd staan dan nu. Vergeet niet dat is de impact van winsten lineair is, maar de impact van de rente exponentieel, zie ook het empirische bewijs. Zeker als de rente erg laag staat, kan het snel gaan. Een kleine daling van de rente is dan voldoende om de beurs sterk te laten stijgen.



De laatste tijd dat de federal funds rate langere tijd hoog bleef was in de tweede helft van de jaren negentig. Toen ontstond er na de pauze van de Fed een zeepbel in de aandelenmarkt. Als de Fed dit keer de beleidsrente gelijk laat omdat de economische groei zo sterk is, dan is dat â?? historisch gezien â?? opnieuw goed nieuws voor aandelen.

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.