Verwarring over economie en markten

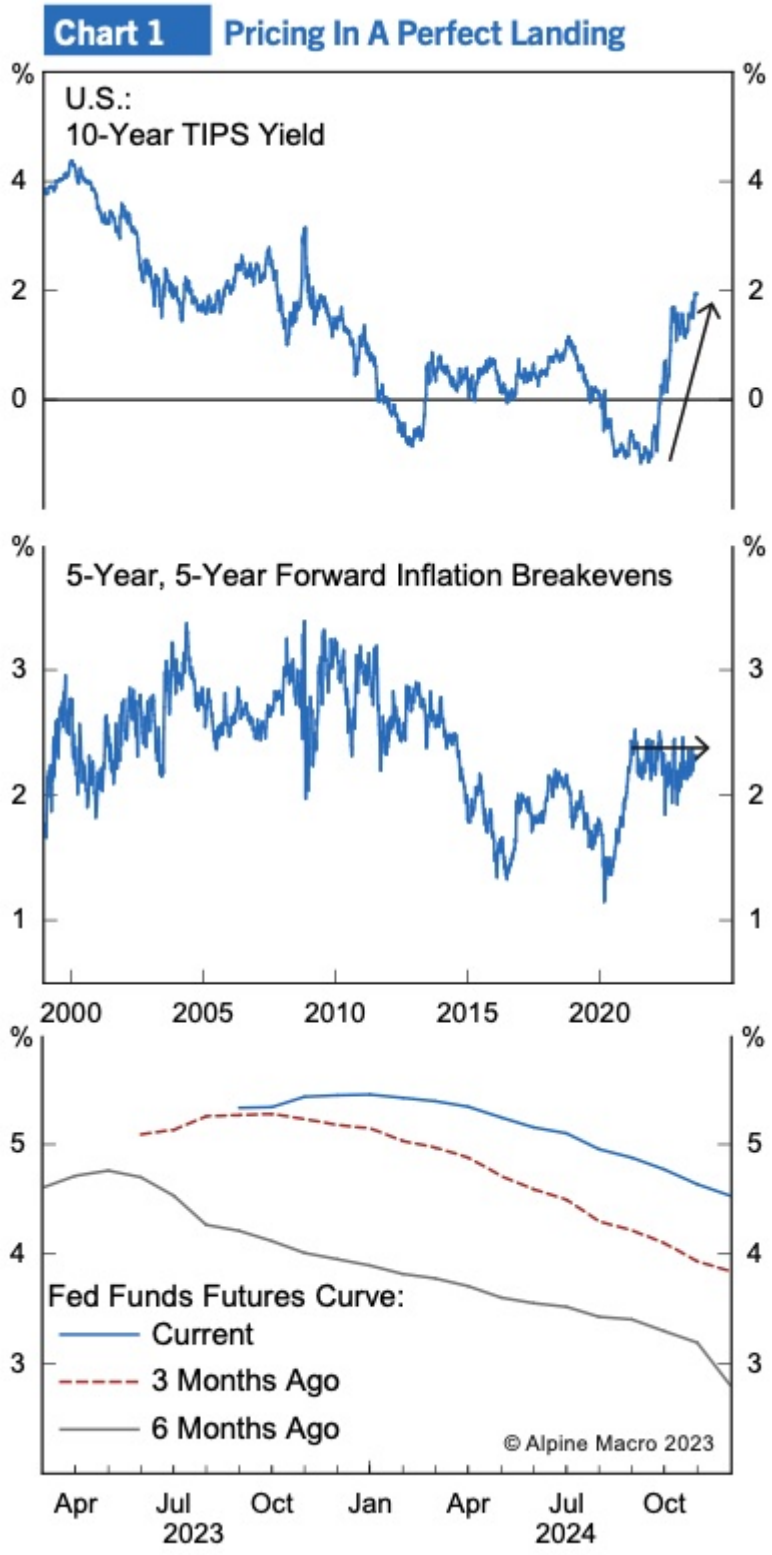
Beschrijving

De economie beweegt in cycli. Op het dieptepunt van een recessie komen de animal spirits van Keynes tot leven. Consumenten gaan meer besteden en bedrijven gaan hun voorraden aanvullen. Er wordt geÃ¯nvesteerd en meer personeel aangenomen. Beleggers realiseren zich dat aandelen goedkoop zijn en beginnen met kopen. Investeringen en productie stijgen verder en de waarderingen lopen op. Tot het moment dat er te veel wordt geproduceerd, de voorraden beginnen op te lopen en een kleine schok, bijvoorbeeld in de vorm van renteverhogingen voldoende is om de economie terug te laten vallen in een recessie. Klinkt simpel, maar toch is het niet eenvoudig om te bepalen in welk deel van de cyclus de economie op dit moment zit. Het is lastiger dan ooit om een recessie te voorspellen.

De cyclus en verstoorde vraag/aanbodverhoudingen

Het voorspellen van de cyclus wordt niet eenvoudiger als vraag en aanbod worden verstoord door bijvoorbeeld een pandemie en/of de oorlog in de OekraÃ¯ne. Toch houden de meeste economen het er op dat we tegen het einde van de economische yclus zitten. Normaal gesproken is dat het moment om defensieve aandelen te overwegen, ten koste van de meer cyclische aandelen. Toch zijn defensieve aandelen dit jaar bepaald niet populair, ze worden eerder gebruikt als source-of-funds om de Magnificent Seven te kopen.

Deze IT-aandelen hebben tegenwoordig een bijzonder karakter. In het verleden behoorden IT-aandelen tot de meer cyclische aandelen, maar de afgelopen jaren worden Big-tech-bedrijven steeds vaker gezien als alternatief voor staatsobligaties. Bij een stijgende rente zijn staatsobligaties immers minder interessant en het idee is dat het bij Big tech-bedrijven op lange termijn uiteindelijk wel goed komt. Deze bedrijven met een forse kapitalisatie profiteren ook volop van de voortdurende stroom richting indexbeleggen. Tot slot profiteert een technologie als kunstmatige intelligentie van schaalvoordelen. Er is geen afnemende meeropbrengst, meer data is altijd beter.



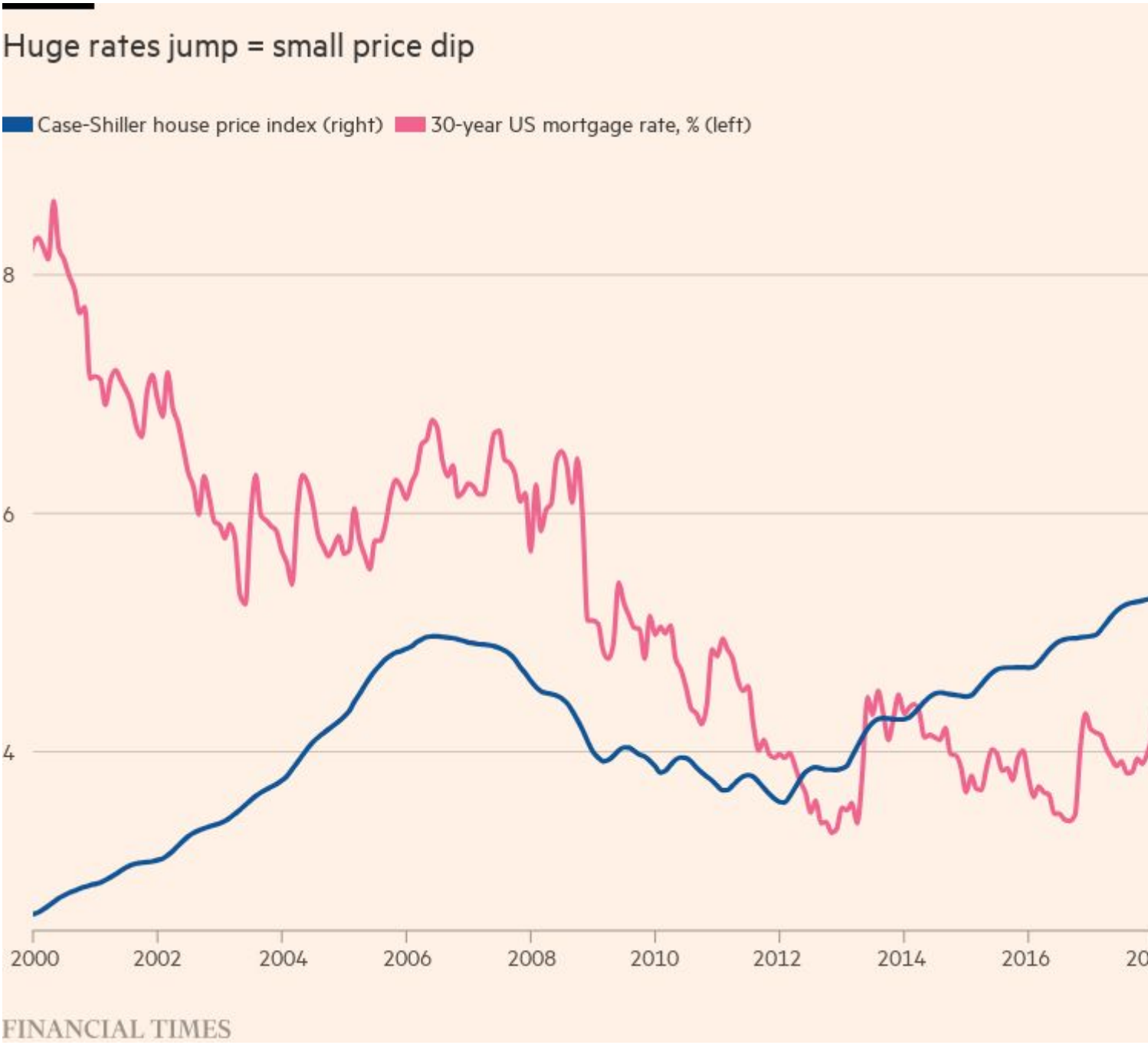
In elk landing-scenario blijft de rente hoog

In de discussie over een zachte of een harde landing, geen landing of zelfs een perfecte landing, zitten we nu in het stadium wat er volgt op zoâ??n landing. Niet iedereen gelooft dat de landing het einde is van de cyclus. In een perfecte landing is er ook geen enkele noodzaak voor de centrale bank om de rente te verlagen. De economie blijft immers groeien. Er zijn maar twee redenen voor centrale bankiers om acuut de rente te verlagen. Allereerst natuurlijk het moment dat de economie afglijdt richting een recessie, een reÃ«le mogelijkheid in 2024.

Veel vaker beginnen centrale bankiers daarvoor al met het verlagen van de rente en dat komt omdat er sprake is van een financieel ongeluk met zoâ??n omvang dat het mogelijk zou kunnen uitgroeien tot een systeemcrisis. De kans op zoâ??n systeemcrisis is bovengemiddeld door de krimpende geldhoeveelheid in zowel de Verenigde Staten en Europa. Only when the tide goes out do you discover whoâ??s been swimming naked, aldus Warren Buffett.

Hoge rente kan crash veroorzaken

Een landing wordt dus niet gevolgd door een recessie, al zouden centrale bankiers door de rente te lang te hoog te houden er wel Ã©Ã©n kunnen veroorzaken. Het vliegtuig schiet dan door bij het landen en er volgt een crash. Een doorstart is een ander alternatief. Dan zouden we meer aan het begin van een nieuwe cyclus staan. Wie kijkt naar inflatie, BBP, de 10-jaars rente, de stand van de inkoopmanagers en de bezettingsgraad zou kunnen pleiten voor zoâ??n doorstart, al wijzen zaken als de winstherzieningen, de leidende economische indicatoren en de high yield spreads eerder op een komende recessie. Cyclische value-aandelen profiteren van een doorstart en onderdeel van value zijn meestal ook aandelen met een wat hoger dividend.



Tekort aan huizen, ondanks stijgende rentes ook stijgende prijzen

De werkloosheid bodemt meestal aan het einde van de cyclus. De werkgelegenheid is een typische terugkijkende indicator. De arbeidsmarkt is echter verstoord door de coronacrisis. Er zijn nog altijd miljoenen minder mensen aan het werk vergeleken met de pre-corona periode. Een belangrijke factor in de economische cyclus is ook de huizenmarkt. Die heeft een stevige multiplier, niet voor niets het ideale transmissiemechanisme van de Fed. Sommigen gaan zelfs zo ver dat de economische cyclus veroorzaakt wordt door de cyclus op de huizenmarkt.

Toch zijn er sinds de Grote FinanciÃ«le Crisis voortdurend te weinig huizen gebouwd, waardoor er nu zowel in Europa als de Verenigde Staten een tekort is aan miljoenen huizen. Gekoppeld aan de huizenmarkt is ook de productiekant van de economie. Die zit in een recessie volgens de inkoopmanagers, maar beleggers weten ook dat inkoopmanagersindices zich bewegen binnen een bandbreedte en dat het ook daar juist loont om laag te kopen en hoog te verkopen.

Country ETFs: 2023 Total Returns (in US $) as of 9/15/23

Country	Ticker	2023 YTD	Country	Ticker	2023 YTD	Country	Ticker	2023 YTD
Argentina	ARGT	34.7%	South Korea	EWY	11.8%	Belgium	EWK	2.8%
Greece	GREK	32.5%	Switzerland	EWL	11.2%	Portugal	PGAL	2.0%
Nigeria	NGE	29.8%	Canada	EWC	8.9%	Australia	EWA	1.9%
Vietnam	VNM	26.3%	Denmark	EDEN	8.5%	Sweden	EWD	1.6%
Ireland	EIRL	24.0%	Austria	EWO	8.5%	Qatar	QAT	-0.3%
Mexico	EWW	22.0%	India	INDA	8.3%	Norway	NORW	-0.9%
Italy	EWI	20.1%	United Kingdom	EWU	8.0%	Israel	EIS	-2.4%
Brazil	EWZ	18.2%	Colombia	GXG	7.3%	Kuwait	KWT	-2.4%
Spain	EWP	17.6%	Netherlands	EWN	6.6%	Malaysia	EWM	-5.6%
US	SPY	17.2%	Saudi Arabia	KSA	6.4%	China	MCHI	-6.0%
Japan	EWJ	16.5%	Turkey	TUR	5.0%	Philippines	EPHE	-6.7%
Poland	EPOL	14.8%	Chile	ECH	4.6%	South Africa	EZA	-7.5%
France	EWQ	14.7%	UAE	UAE	4.4%	New Zealand	ENZL	-8.3%
Taiwan	EWT	14.6%	Indonesia	EIDO	3.8%	Thailand	THD	-9.6%
Germany	EWG	13.5%	Egypt	EGPT	3.4%	Pakistan	PAK	-12.6%
Peru	EPU	13.1%	Singapore	EWS	3.1%	Hong Kong	EWH	-15.2%

CREATIVE PLANNING — Data via YCharts as of 9/15/23 — @CharlieBilello

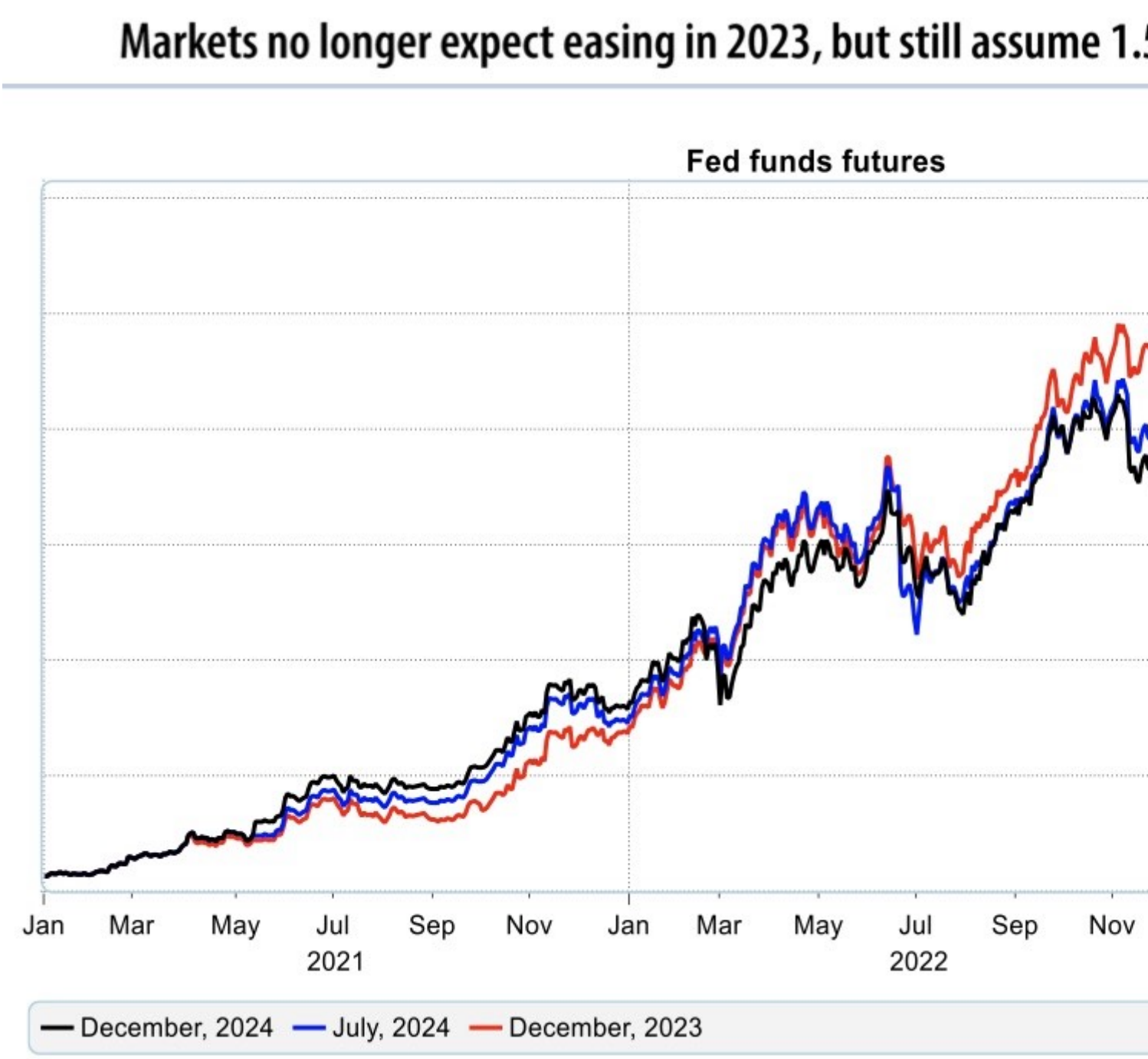
Zonder excessen geen of hooguit milde recessie

De pandemie en de oorlog in de OekraÃ¯ne hebben de economische cyclus verstoord. Het heeft er mede voor gezorgd dat er onvoldoende is geÃ¯nvesteerd en de excessen rondom investeringen zijn bijna een voorwaarde voor een daarop volgende recessie. Het risico bestaat dat er niet sprake is van een zachte of een harde landing, maar een hele lange landing. Als centrale banken in zoâ??n landing de rente hoog houden, zal er uiteindelijk geforceerd een recessie moeten volgen. Die zal niet diep zijn, want er zijn geen grote excessen die weggewerkt moeten worden.

Toch is zoâ??n recessie niet risicoloos. Het is nog niet zo lang geleden dat centrale bankiers tegen elke prijs de inflatie omhoog wilden hebben en wel zo hoog dat de kans op deflatie geminimaliseerd zou worden. Reflatie en financiÃ«le repressie waren de belangrijkste hulpmiddelen om de groeiende schuldenberg onder controle te houden, een schuldenberg die door de coronapandemie en de oorlog in OekraÃ¯ne alleen maar verder is opgelopen.

Inverse curve zonder recessie

Ook de beurs heeft moeite met het interpreteren van de economie. Het hele jaar rekende men op een recessie, maar nu moet eigenlijk de lange rente stijgen omdat de inverse curve het gevolg was van die grote kans op een recessie. Volgens de markt heeft de centrale bank de rente te ver verhoogd, met een recessie tot gevolg. Nu die recessie volgens de markt er opeens niet komt, moet de lange rente eigenlijk omhoog. Maar sterk stijgende rentes en dalende inflatiecijfers zijn een vreemde combinatie. Om nu de reÃ«le rente nog hoger neer te zetten, heeft ook niet zo veel zin, getuige de centrale bankiers die aangeven dat ze eigenlijk wel klaar zijn met renteverhogen. Dit jaar stijgen de aandelenkoersen, met name de koersen van dure IT-aandelen. In het verleden stegen die alleen als de reÃ«le rente daalde, maar dit jaar is die reÃ«le rente juist gestegen. Toch is moeilijk voor te stellen dat die IT-aandelen gaan dalen als ook de reÃ«le rente daalt.



Rente langer hoog

Ondanks de krimpende liquiditeit, blijven er wel gewoon bedrijven een notering aanvragen. Deze maand onder andere twee (voormalige) Europese bedrijven die naar de Amerikaanse beurs komen. Eerst het Britse ARM Holdings die probeert te profiteren van het positieve sentiment onder AI-aandelen, iets waar met name de chipssector van profiteert. Een ander bedrijf is het Duitse Birckenstock, dat volgens het prospectus probeert te profiteren van het moderne feminisme dat onderdeel is van de Woke-cultuur. Toch blijven beleggers aan de ene kant terughoudend (getuige de

vele cash aan de zijlijn), terwijl ze eigenlijk euforisch zouden moeten reageren op de toegenomen kan op een zachte landing-scenario. Het hele jaar ligt de sleutel voor de beurs al bij de ontwikkeling van de inflatie. Die bepaalt in vergaande mate wat centrale bankiers gaan doen, alleen nu het doel van de zachte landing bereikt lijkt te zijn, blijft de rente mogelijk langer hoog, in plaats van langer laag en daar mee zijn ogen obligaties opeens als een redelijk alternatief voor aandelen.

Han Dieperink, Chief Investment Strategist

Disclaimer