



Tapering in november, business as usual in december



Auteur(s)
Frédéric Leroux

Gepubliceerd

25 November 2021

Lengte

8 minuten leestijd

Enkel voor professionele beleggers.

Dit document is niet bestemd voor Belgische privé-beleggers.

De prijsstijging aan beide zijden van de Atlantische Oceaan als gevolg van de heropening van de wereldeconomie kan resulteren in een aanhoudende inflatie die gepaard zou kunnen gaan met een algemene rentestijging. Een dergelijk bedreigend scenario, dat de laatste 40 jaar maar zeer zelden is voorgekomen, zou in de Verenigde Staten een nieuwe wending kunnen nemen, gezien het aandeel van de loonontwikkeling in de huidige inflatiedynamiek.

Momenteel is de kans nog klein dat dit scenario zich zal voltrekken, maar de gevolgen voor het rendement van financiële activa zouden zo groot zijn dat het ons belangrijk lijkt om de onderliggende factoren ervan te bespreken. Als er effectief een einde komt aan de hardnekkige desinflatie, moeten we afrekenen met de reflexen die we de afgelopen decennia als belegger hebben verworven en zullen we ons moeten aanpassen aan een nieuwe omgeving.

Maar zover zijn we nog niet. Voorlopig is het een alternatief scenario. Om te voorkomen dat het zich zal voltrekken, zijn verschillende centrale banken begonnen hun monetair beleid om te buigen om de inflatieverwachtingen tot bedaren te brengen. Verscheidene monetaire instellingen van grondstoffenexporterende landen en van een aantal andere opkomende landen hebben de afgelopen weken al renteverhogingen doorgevoerd. De Amerikaanse Federal Reserve (Fed) is deze maand begonnen met de afbouw van haar activa-aankopen en stelde in het vooruitzicht dat de beleidsrente in de loop van volgend jaar zal worden verhoogd. Door vooraf kenbaar te maken wat de centrale bank van plan is, in welke verhoudingen en in welk tempo, heeft voorzitter Jerome Powell duidelijk aangegeven dat hij vooral wil voorkomen dat de markten worden verrast. Als we de voorzitter van de Federal Reserve mogen geloven, lijkt het vrijwel zeker dat de economische situatie niet plotseling een onverwachte wending zal nemen die zijn plannen zou verstoren en de markten zou verrassen: "Als er getaperd¹ wordt in november, is het business as usual in december. Niks aan de hand, gevond mannequin!"

Wij zouden daar graag net zo zeker van willen zijn als Powell. Doordat verschillende sectoren worden geconfronteerd met hardnekkige knelpunten en de pandemie mogelijk een blijvende verandering op het gebied van werkgedrag heeft veroorzaakt, begint men te twifelen aan het tijdelijke karakter van de Amerikaanse inflatie, die momenteel boven de 6% ligt. Door het spaaroverschot dat de afgelopen 18 maanden is opgebouwd (12% van het Amerikaanse bbp), de forse stijging van de waarderingen van financiële activa en vastgoed, en de behoefte aan een 'betere levenskwaliteit' lijkt een deel van de Amerikaanse huishoudens in overweging om naar vroeger pensioen te gaan, of om de baan van een van de leden van het huishouden op te zeggen of een baan te zoeken die qua werktijden minder aansluitingen met zich meebrengt. Dat de Amerikaanse beroepsbevolking op een laag niveau stagneert terwijl het aantal vacatures een recordhoogte nadert en de lonen aantrekkelijk zijn, is een dubbelzinnige maatstaf voor deze afname van het beschikbaar arbeidsaanbod en de potentiële looninflatie in de toekomst.

Naast deze factoren met betrekking tot de knelpunten die in diverse productieketens zijn geconstateerd en de sterke positie van werknemers in onderhandelingsverhoudingen (iets wat we decennialang niet hebben gezien), zijn er nog twee andere inflatiefactoren die een rol zouden kunnen spelen: de aanpak van de Fed en van de Amerikaanse regering in het monetair beleid, waarin nu meer nadruk wordt gelegd op het begrotingsbeleid. Via fiscale stimuleringsmaatregelen is het mogelijk om de koopkracht van huishoudens verder te verbeteren, vooral van diegenen die geneigd zijn extra inkomsten te besteden. Daardoor krijgt dit beleidsinstrument een inflatoire impact die het huidige monetair beleid nogit ten goede heeft kunnen brengen. De tweede aanvullende inflatiefactor is het gevolg van de gedwongen energietransitie, die kan leiden tot een structurele stijging van de prijzen en olieprijsen doordat de investeringen in fossiele brandstoffen omlaaggaan, terwijl het nog jaren gaat duren voordat deze vervangen zijn door andere energiebronnen.

Het is niet onmogelijk dat de inflatie in een prijs-loonspiraal terecht komt en daardoor krachtiger en structureler van aard wordt dan verwacht

Het is dus niet onmogelijk dat de inflatie in een prijs-loonspiraal terechtkomt en daardoor krachtiger en structureler van aard wordt dan verwacht, en dat de monetaire instanties en de spelers op de financiële markten zich onverwachts moeten aanpassen aan een ander inflatietempo.

Aanvankelijk was de reactie van de markt op de eerste verhogingen van de belangrijkste rentetarieven en op het steeds concretere vooruitzicht van een monetaire verkrapping in de Verenigde Staten, in de betrokken landen eensluidend: de korte rente steeg sterker (soms aanzienlijk sterker) dan de lange rente, wat erop wijst dat men ervan uitgaat dat de centrale banken de monetaire cyclus goed onder controle hebben en dat de groei en de inflatie geleidelijk weer zullen afnemen. De markten hebben dus een ideaal scenario van monetaire verkrapping ingeprijsd en verwachten dat veel landen de korte rente vrij snel en in het juiste tempo zullen verhogen, waardoor de groei grotendeels behouden zou kunnen blijven en de inflatieverwachtingen zich op een iets lager niveau zouden stabiliseren. De aandelen- en bedrijfsobligatiemarkten reageerden ook positief op de aankondiging van de Fed. Deze tekenen van vertrouwen zijn des te belangrijker omdat de aandelenmarkten een recordhoogte hebben bereikt. De waarderingen liggen over het algemeen op een hoog niveau en de kredietspreads op bedrijfsobligaties zijn bijzonder laag, wat ook wijst op een zeer optimistisch waarderingsniveau. Door die hoge waarderingen mogen de centrale banken geen misstap maken: een te snelle of buitensporige verhoging van de beleidsrentes zou kunnen leiden tot een aanzienlijke correctie van de prijs van financiële activa. Daarnaast zal er uiteraard indirecte schade ontstaan als gevolg van de hoge schuldenlast.

In deze zeer gespannen context blijven de markten kalm, waaruit heel duidelijk blijkt dat de economie volgens hen niet is afgedwaald van het pad dat ze tientallen jaren geleden is ingeslagen, ofwel het pad van een structureel lage inflatie, die te zwak is om plotseling weer omhoog te schieten, waardoor de rente permanent laag blijft. Zo kan de schuldenlast ver genoeg oplopen om een voor beleggers acceptabele economische groei te genereren. Het risico dat in deze voortslepende situatie het vaakst in verband wordt gebracht met de huidige noodzakelijke verkrapping van het monetair beleid, is dat van een aanzienlijke economische vertraging. Na veertig jaar van desinflatie hebben de groeiverwachtingen zich onwrikbaar op een zeer laag niveau genesteld, maar het omgekeerde zou ook het geval kunnen zijn ... Hoe dan ook, diep ingebakken gewoontes verdwijnen niet zomaar.

Maar als de ingrepen van de centrale banken daarentegen te zwak zijn of ze er te lang mee wachten, zouden ze de controle over de lange rente kunnen verliezen. Beleggers lijken niet echt rekening te houden met een dergelijk scenario. Een stijging van de korte rente wordt vaak gezien als een signaal van actieve waakzaamheid van de markten om de inflatie tegen te gaan. Hetzelfde geldt voor een plotselinge stijging van de inflatie waar inflatiegerelateerde producten op anticiperen, en die voor bepaalde looptijden is opgelopen tot het hoogste niveau in 20 jaar of meer. Maar bij een nominale vijfjaarsrente van 1,2% en een verwachte gemiddelde inflatie van 3,1% voor de komende vijf jaar, kan men zich afvragen of dat proces van 'actieve waakzaamheid om de inflatie te bestrijden' wel is voltooid: de negatieve gevolgen voor de obligatiemarkten van een aanhoudend hoge inflatie zullen groter zijn dan de positieve impact van een daling van de rente naar het niveau van de afgelopen decennia. Dat is een dubieuze maatstaf voor de huidige positionering van de markten.

Wat betreft aandelenbeleggingen is de situatie vrij duidelijk. Voor obligaties is het een ander verhaal

Wat betreft aandelenbeleggingen is de huidige situatie vrij duidelijk. Als de inflatie geleidelijk weer gaat dalen wanneer de huidige knelpunten zijn opgelost en de groei met mate, ook als gevolg van de monetaire verkrapping, zal de positieve trend op aandelenmarkten waarschijnlijk aanhouden, waarbij groeiaandelen met goede vooruitzichten de koppositie zullen behouden. Hoewel de term 'groeiaandelen' anders doet vermoeden, kunnen dergelijke aandelen goed gezien bij een zwakke groei. En mochten de centrale banken er niet in slagen om de inflatie geleidelijk en op gecontroleerde wijze te laten dalen, wat tot gevolg zou hebben dat de economie sterker moet groeien, verwacht zouden de zijde groeiaandelen met goede vooruitzichten nog steeds beter presteren dan de brede markt. Alleen als dat laatste scenario zich zou voordoen, zou het mogelijk zijn dat groeiaandelen beter presteren omdat ze minder gevoelig zijn voor de economische cyclus.

Ons alternatieve scenario van een aanhoudende inflatie is interessanter, omdat het minder intuïtief is. De periode die het meest overeenkomt met dat scenario, is de zogenaamde 'Nifty Fifty'-periode, die liep van het midden van de jaren zestig tot het begin van de jaren zeventig, toen de eerste olieschok (1973) een einde maakte aan de hausse op de aandelenmarkt. Daarvóór, van de jaren vijftig tot het midden van de jaren zestig, groeide de economie fors en was er geen sprake van inflatie, wat gunstig was voor zowel de obligatie- als de aandelenmarkten. Rond 1965 begon de inflatie te stijgen, waardoor de tienjaarsrente opliep tot ongeveer 8%. Desondanks stegen de sterke groeiaandelen van die tijd enorm in waarde ten opzichte van de rest van de aandelenmarkt. De aandelen die van die situatie profiteerden, werden de 'Nifty Fifty' genoemd, de vijftig 'geweldige' bedrijven die de inflatie het hoofd konden bieden. Ze waren destijds te vinden in nieuwe sectoren zoals technologie (Digital Equipment), vrije tijd (Disney), gezondheid (Eli Lilly), consumptiegoederen (Kodak) en industriële concerns (General Electric). Toen de olieschok toesloeg, lag de gemiddelde koers-winstverhouding van deze bedrijven op circa 50, terwijl de rest van de aandelenmarkt niet verder kwam dan 10. Het is heel goed mogelijk dat de huidige giganten in de sectoren technologie, internet en luxegoederen en de meest innovatieve bedrijven in de gezondheidssector dergelijke kenmerken vertonen.

Uiteraard is de relatieve waarde van deze categorie van sterke groeibedrijven aanzienlijk, omdat ze een model bieden dat bestand lijkt te zijn tegen alle scenario's die we vandaag kunnen verwachten.

De situatie op de obligatiemarkt lijkt ingewikkelder. Doordat de lange rente ondanks de zeer hoge inflatieverwachtingen erg laag is en de kredietspreads bijzonder krap zijn, neemt de volatiliteit in de huidige situatie toe en is een extreme positionering dus niet aan de orde. Op langere termijn is het zaak om goed te letten op eventuele signalen die wijzen op een duurzame terugkeer van de inflatie, na 40 jaar afwezigheid. Een dergelijk signaal mag niet worden gemist, omdat het een reden zou zijn om het obligatiebeheer af stemmen op een hoger renteniveau, waarmee meer waarde kan worden gecreëerd dan in het scenario dat de centrale banken verwachten, namelijk dat van een terugkeer naar een trage economie die in stand wordt gehouden door steeds meer schulden. Zolang we nog niet zover zijn dat inflatie voor iedere spaarder een bron van angst en zorg wordt, noopt onze waakzaamheid ons tot een zeer gematigd optimistische positionering in staatsobligaties van ontwikkelde landen.



Beleggingsstrategieën

Aandelen

De aandelenmarkten prijzen het vooruitzicht van een hogere en langdurigere inflatie geleidelijk in, terwijl de aanbodschaarste voortduurt. Hoewel de sterke rentestijging in september nadelig was voor de aandelenmarkten, hebben ze zich in oktober krachtig hersteld. Van de sectoren die doorgaans gebaat zijn bij inflatie kon enkel de grondstoffensector een goede prestatie neerzetten. Technologieaandelen slaagden erin goed te presteren. De stijgende inflatie gaat namelijk gepaard met een vertraging van de groei, waardoor beleggers op zoek gaan naar bedrijven met voorspelbare groeivoorzichten die tegelijkertijd hun marges op peil weten te houden.

In het algemeen blijven we optimistisch over de aandelenmarkt, waar de risicopremies nog steeds aantrekkelijk zijn. Maar we blijven in deze kwetsbare situatie de voorkeur geven aan structurele groeiaandelen, vooral in de technologiesector, die zouden moeten profiteren van een stijging van de bedrijfsinvesteringen om de productiviteit te verhogen in een context van stijgende prijzen, inflatie en lagere groeiverwachtingen.

Selectiviteit blijft echter geboden. Hoewel het resultaatenseizoen over het algemeen positief was, werden de weinige bedrijven die niet aan de verwachtingen van beleggers voldeden, zwaar afgestraft. Naar aanleiding van dit resultaatenseizoen blijven we bijvoorbeeld voorzichtig ten aanzien van bedrijven uit de sector digitale reclame, die meer last hadden van de gewijzigde vertrouwelijkheidsregels van gigant Apple dan aanvankelijk werd verwacht. Nu 2021 bijna achter de rug is, houden we bedrijven die profiteren van de coronacrisis nauwlettend in het oog. Na een teleurstellend jaar beoordelen beleggers de potentiële structurele groei van deze spelers, en bedrijven als Netflix zijn er al in geslaagd om beleggers gerust te stellen wat betreft hun vermogen om hun groei op termijn te handhaven.

Obligaties

Het groeiende besef dat de inflatie langer aanhoudt dan aanvankelijk werd verwacht, heeft de obligatiemarkten ertoe aangezet om voor de komende twee jaar steeds meer renteverhogingen in te prijzen. De herwaarderingsen waren ingrijpend en de verwachtingen lijken bijzonder radicaal. Zo anticiperen de markten op een beëindiging van het activa-aankoopprogramma en twee renteverhogingen in de Verenigde Staten vóór eind 2022, terwijl de Federal Reserve er slechts één in het vooruitzicht stelt. De markten anticiperen voor de komende twaalf maanden op vier renteverhogingen in het Verenigd Koninkrijk. Dus in een tijdsbestek van één jaar zijn we overgestapt van een omgeving van aanhoudend lage rentetarieven en eindeloze activa-aankoopprogramma's naar een situatie waarin men uitgaat van een bijzonder snelle en vrij ingrijpende monetaire verkrappingscyclus.

De langere rente – die doorgaans een afspiegeling vormt van de groeiverwachtingen op lange termijn – volgde in diezelfde periode een jobbeweging en sloot af op een relatief gematigd niveau.

Deze context van een aanzienlijke volatiliteit op de obligatiemarkten, onzekerheid over de inflatie, lage rentetarieven die het vermogen om deze volatiliteit op te vangen beperken, en een domper op de verwachtingen ten aanzien van het monetair beleid, vraagt om een actief beheer van het renterisico. Dit is des te belangrijker omdat staatsobligaties van landen met de hoogste rating, die de afgelopen tien jaar een belangrijk instrument voor risicobeheer waren, steeds minder als veilige haven worden beschouwd vanwege hun lage rente en omdat de markten zich zorgen maken over een aantal ontwikkelingen (hoge schulden, inflatie). De Amerikaanse dollar en kasmiddelen lijken het best bestand te zijn tegen een eventuele volatiele periode. Tegelijkertijd worden de marktsegmenten die extra rendement bieden (bedrijfsobligaties, staatsobligaties van zogeheten opkomende landen) ondersteund door de aanhoudende financiële repressie en de zeer gunstige financiële omstandigheden, op voorwaarde dat ze aan een drastische selectie worden onderworpen.

¹Tapering wordt in de context van financiële markten gebruikt om aan te duiden dat de centrale banken hun activa-aankopen verlagen
Bron: Carmignac, Bloomberg, 12/11/2021

Belangrijke juridische informatie

Dit document is gepubliceerd door Carmignac Gestion S.A., een door de Franse toezichthouder Autorité des Marchés Financiers (AMF) erkende vermogensbeheerder, en zijn Luxemburgse dochteronderneming, Carmignac Gestion Luxembourg, S.A., een door de Luxemburgse toezichthouder Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) krachtens artikel 15 van de Luxemburgse wet van 17 december 2010 erkende beheermaatschappij van beleggingsfondsen. "Carmignac" is een gedeponeerde merk. "Investing in your Interest" is een aan het merk Carmignac verbonden slogan. Dit document vormt geen advies met het oog op een belegging in of arbitrage van effecten of enig ander beheer- of beleggingsproduct of enige andere beheer- of beleggingsdienst. De in dit document opgenomen informatie en meningen houden geen rekening met de specifieke individuele omstandigheden van de belegger en mogen in geen geval worden beschouwd als juridisch, fiscaal of beleggingsadvies. De informatie in dit document kan onvolledig zijn en kan ook zonder voorafgaande kennisgeving worden gewijzigd. Dit document mag noch geheel noch gedeeltelijk worden gereproduceerd zonder voorafgaande toestemming.