

CARMIGNAC'S NOTE

WENNEN AAN INFLATIE

16/09/2022 | FRÉDÉRIC LEROUX

Het scenario van een langdurige inflatie is een serieuze mogelijkheid die ons ertoe brengt onze gediversifieerde portefeuilles te structureren in overeenstemming met de economische cyclus

Het feit dat de markten steeds opnieuw verrast reageren op de aanhoudende inflatie en te weinig oog hebben voor de factoren die ten grondslag liggen aan de prijsstijgingen op lange termijn, vormt de aanzet voor een langdurige trend. In deze context blijft actief obligatiebeheer zeker een belangrijk onderdeel van gediversifieerd beheer.

Na meer dan 40 jaar afwezigheid lijkt de terugkeer van de inflatie verwarring te zaaien op de markten. Van de financiële spelers die in 1980 actief waren op de beurs zijn de meeste inmiddels verdwenen. Zouden ze zich überhaupt nog de context herinneren van de jaren waarin de Amerikaanse en Europese inflatie werd opgestuwd tot 15%?

De rest moet het hebben van de vakliteratuur, althans degenen die nog steeds geloven dat ze het heden en de nabije toekomst beter kunnen begrijpen door naar het verleden te kijken. Uit die vakliteratuur blijkt dat we een hoop kunnen leren van de periode 1965-1980, omdat de inflatie toen werd aangewakkerd door een olieschok die zich voordeed na een lange periode van zeer stabiele prijzen – dezelfde ontwikkeling als vandaag.

Het is echter niet zeker dat de financiële spelers momenteel de plotselinge prijsstijging die volgde op de coronacrisis beschouwen als het begin van een daadwerkelijke inflatiecyclus. In hun inflatieverwachtingen voor de Verenigde Staten gaan ze namelijk uit van een daling naar ongeveer 2,75% medio 2023, gevolgd door een stabilisatie rond de 3% in de jaren daarop. De huidige stijging zou dus van korte duur zijn, zoals dat twee of drie keer het geval is geweest in de afgelopen vier decennia.

Toch zijn er structurele inflatoire factoren waarmee rekening moet worden gehouden: demografische factoren (minder spaarders in de wereld, minder jonge Chinezen die koste wat kost door de arbeidsmarkt moeten worden geabsorbeerd), handelsfactoren (daling van de wereldhandel in het bbp en dus van het prijsdrukkende effect van concurrentie, mogelijk einde van de prijsdalingen in de e-commercesector e.d.),

sociologische factoren (voorkeur voor ethiek boven directe efficiëntie) en de energietransitie.

Door deze ommekeer in sterke trends zal de inflatie hardnekkiger worden. Zouden een paar renteverhogingen van de centrale banken volstaan om in een dergelijke situatie de inflatie de kop in te drukken?

De recessie die nodig is om de stijgende prijzen af te remmen, staat nog niet meteen voor de deur

We kunnen ons moeilijk voorstellen dat in onze tijd dezelfde beslissingen worden genomen als in 1980 in de Verenigde Staten, toen Fed-voorzitter Paul Volcker de rente opvoerde tot 20%, terwijl de inflatie was gedaald tot 10%. En in datzelfde jaar doorbrak president Ronald Reagan de loon-prijsspiraal door 11.400 luchtverkeersleiders uit overheidsdienst te ontslaan

“ Deze terugkeer van de inflatie heeft een versnellend effect op de economische cyclus doordat de centrale banken maatregelen moeten nemen ”

op grond van een illegale staking om een salarisverhoging te verkrijgen. Daarnaast begonnen de enorme investeringen van de Amerikaanse oliesector om in de nasleep van de oliecrisis van 1973 de lokale productie te ontwikkelen, vruchten af te werpen.

Daarom denken veel marktdeelnemers dat er snel een eind zal komen aan de stijgende energieprijzen als de gevechten in Oekraïne ophouden. Maar is er geen enkele aanwijzing

dat de oude bevoorradingslijnen snel weer open zullen gaan, tenzij Vladimir Poetin van het toneel verdwijnt. De alternatieve energiebronnen zijn nog niet zover, terwijl de lagere investeringen in fossiele brandstoffen van de laatste pakweg tien jaar absoluut een inflatoir effect op de kosten in die sector hebben gehad. Dat we te maken hebben met een diepe energiecrisis blijkt wel uit het feit dat deze is ontstaan terwijl China op de rem trapte.

Het einde van de coronacrisis was de katalysator van de inflatie. De vraag werd gestimuleerd door de massale begrotingssteun in de Verenigde Staten en het aanbod werd verstoord doordat productieketens werden stopgezet. Tijdens die crisis konden Amerikaanse consumenten een spaaroverschot opbouwen ter hoogte van 12% van het Amerikaanse bbp, waardoor ze in een sterke uitgangspositie zitten bij loononderhandelingen

“
Dat we te maken hebben met een diepe energiecrisis blijkt wel uit het feit dat deze is ontstaan terwijl China op de rem trapte
”

met werkgevers (gemiddelde verhoging van +7% op jaarbasis). Wanneer de inflatie gaat dalen, zullen de loonstijgingen in een lager tempo afnemen. Hierdoor zullen de reële lonen gaan stijgen, wat gunstig zal zijn voor de groei en de desinflatie zal afremmen.

De recessie die nodig is om de prijsstijgingen een halt toe te roepen, staat dus nog niet meteen voor de deur. En de huidige Fed-voorzitter, Jerome Powell, zal de markten waarschijnlijk nog vaker verrassen met zijn agressieve beleid.

Het feit dat de markten steeds opnieuw verrast reageren op de aanhoudende inflatie, die door analisten lange tijd als tijdelijk werd beschouwd, en te weinig oog hebben voor de factoren die ten grondslag liggen aan de prijsstijgingen op lange termijn, vormt de aanzet voor een langdurige trend. Bovendien, nu de pijntolerantie van de centrale banken zo hoog is opgelopen, is het zeer waarschijnlijk dat ze de rente vrijwel onmiddellijk zullen verlagen zodra de onderliggende inflatie begint te dalen. Te vroeg.

Wat zijn de gevolgen voor onze beleggingen?

Deze terugkeer van de inflatie heeft een versnellend effect op de economische cyclus doordat de centrale banken maatregelen moeten nemen. Deze omgeving, die veel marktdeelnemers niet kennen, is in de regel gunstig voor een actief portefeuillebeheer. Het scenario van een langdurige

inflatie is een serieuze mogelijkheid die ons ertoe brengt onze gediversifieerde portefeuilles te structureren in overeenstemming met de economische cyclus.

De blootstelling aan de aandelenmarkten is gebaseerd op een hoge blootstelling aan enerzijds zogenaamde defensieve aandelen, die een buffer vormen in perioden van recessie, en anderzijds bedrijven die kunnen profiteren van de inflatoire druk, die funest is voor de meeste aandelen. De totale blootstelling van de aandelenportefeuille wordt variabel gemaakt door het gebruik van termijncontracten op beursindexen.

Een inflatoire omgeving impliceert zeker niet dat obligatiebeheer geen rol meer speelt, in tegenstelling tot wat vaak wordt gedacht. Veranderingen in de inflatie zijn zeer belangrijke momenten die de weg vrijmaken voor afgetekende verschuivingen op de obligatiemarkten. Dankzij een actief obligatiebeheer op basis van de cycliciteit van de economie wordt het mogelijk om strategieën te implementeren die een bijdrage kunnen leveren aan de prestaties van de fondsen in alle segmenten van de obligatiemarkten.

In marktfasen waarin een daling van de inflatie wordt verwacht, worden strategieën toegepast die gericht zijn op een versteiling van de rentecurve (toename van het verschil tussen de lange en korte rente). Deze gaan hand in hand met strategieën die een meer directioneel karakter hebben om te profiteren van de directe gevolgen van de verwachte daling van de obligatierente, door obligaties te kopen.

Als de inflatieverwachtingen daarentegen omhooggaan, wordt gekozen voor strategieën die gericht zijn op een afvlakking of inversie van de rentecurve, waarbij de lange rente in de buurt van de korte rente komt te liggen of zelfs daaronder.

Bedrijfsobligaties ervaren ook een hoge volatiliteit als de inflatie een keerpunt bereikt, maar ze zijn het gevoeligst voor de economische bedrijvigheid, die bepaalt in hoeverre emittenten in staat zijn hun schulden terug te betalen. Dankzij de recente stijging van de rentetarieven en de verwachting dat de economie fors zal vertragen, heeft het rendement van deze effecten een zeer aantrekkelijk niveau bereikt doordat de kredietmarges zijn verruimd (verhoging van het waargenomen risico).

Actief obligatiebeheer blijft in een inflatoir klimaat zeker een belangrijk onderdeel van gediversifieerd beheer. Anticiperen op een periode van langdurige inflatie, is anticiperen op een situatie waarin de obligatiemarkt beleggers veel meer te bieden heeft dan alleen maar negatief rendement. Dit impliceert een actief beheer van het obligatiegedeelte, dat een belangrijke bijdrage kan leveren aan het positieve rendement van een portefeuille.

PUBLICITAIRE MEDEDELING

Bron: Carmignac. Dit is een publicitaire mededeling. Dit document mag geheel noch gedeeltelijk worden gereproduceerd zonder de voorafgaande schriftelijke toestemming van de beheermaatschappij. Het vormt geen inschrijvingsaanbod, noch een beleggingsadvies. De informatie in dit artikel kan onvolledig zijn en zonder voorafgaande kennisgeving worden gewijzigd. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor toekomstig rendement. Verwijzingen naar bepaalde effecten of financiële instrumenten zijn voorbeelden van beleggingen die in de portefeuilles van de fondsen van Carmignac aanwezig zijn of waren. Deze verwijzingen hebben niet tot doel om directe beleggingen in die instrumenten aan te moedigen en zijn geen beleggingsadvies. De Beheermaatschappij is niet onderworpen aan het verbod op het uitvoeren van transacties met deze instrumenten voorafgaand aan de verspreidingsdatum van de informatie. De portefeuilles van de fondsen van Carmignac kunnen op ieder moment worden gewijzigd.