



Centrale banken: besmettelijke en late bocht van 180°



Auteur(s)
Frédéric Leroux

Gepubliceerd
15 Februari 2022

Lengte
7 minuten leestijd

het begin van 2022 staat in het teken van de inflatie. Jarenlang was er bijna geen sprake meer van inflatie, waardoor men begon te vrezen voor een rampzalige deflatie. Die situatie had echter wel tot gevolg dat de centrale banken over veel bewegingsvrijheid beschikten.

Doordat het klimaat van hardnekkig lage economische groei en stabiele prijzen meer dan tien jaar aanhield, konden de monetaire autoriteiten de economie waar nodig ondersteunen door de kortetermijnrente te verlagen of obligaties aan te kopen, wat op zijn beurt invloed had op de rente op langerlopende obligaties (Quantitative Easing). De centrale banken en de markten "kozen" - via de verwachtingen die zij uitten of de excessen waaraan zij zich bezondigden - welk monetair beleid er gevoerd werd, zonder enige andere beperking dan hun eigen behoeften.

Dit was de periode waarin elk slecht economisch nieuws – dat doorgaans vaker voorkomt dan goed nieuws – zich vertaalde in goed nieuws voor de markten, want telkens opnieuw begonnen de centrale banken geld te injecteren, de brandstof die de motor van de markten op volle toeren deed draaien. Maar dat was toen. En, [zoals we enkele maanden geleden al hadden voorspeld](#), is het voortaan de inflatie die, na een lange periode van afwezigheid, weer het beleid van de centrale banken "bepaalt".

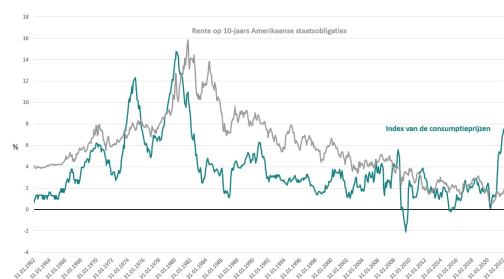
De centrale banken hebben geen andere keuze meer dan te voldoen aan de criteria die door de inflatie worden gesteld. De centrale banken hebben immers een duidelijk mandaat waarvan ze niet te lang mogen afwijken. Prijsstabiliteit vormt een centraal onderdeel van dat mandaat. Als ze de inflatie uit de hand laten lopen, stellen ze zich buiten de wet.

De terugkeer van de inflatie als bepalende factor voor het monetair beleid heeft twee belangrijke gevolgen. Het eerste gevolg is dat er veel meer onzekerheid is ontstaan over de toekomstige ontwikkeling van de rente doordat het monetair beleid, dat realtime moet aansluiten op het kronkelende parcours van de inflatie, vaak abrupt wordt gewijzigd. De volatiliteit op de obligatiemarkten zal dus toenemen, en bijgevolg ook op de aandelenmarkten.

Pogingen om monetaire beleidsbeslissingen "door te spelen" naar de markten om de onmiddellijke impact ervan te beperken, lopen vaak op niets uit. De veranderingen in de communicatie van de Amerikaanse Federal Reserve (Fed) sinds de opmerkelijk late ontdekking (in november) van het hardnekkige karakter van de inflatie of, recenter nog, die van de Europese Centrale Bank bij monde van voorzitter Christine Lagarde, hebben dit overigens op karikaturale wijze geïllustreerd.

De overgang van een ontkenningfase ten aanzien van de toekomstige inflatie naar aankondigingen van mogelijk tal van renteverhogingen, eventueel gecombineerd met een snelle afbouw van hun obligatieportefeuille (Quantitative Tightening), is slechts het eerste signaal van de destabiliserende onvoorspelbaarheid van de inflatie en hoe moeilijk het is om die te beteugelen met een consequent beleid dat gebaseerd is op bepaalde normen. De volatiliteit is terug van weggeweest!

Ontwikkeling van de 10-jaarsrente en de inflatie in de Verenigde Staten



Bron: Bloomberg



Het is opnieuw de inflatie die het monetair beleid stuurt!

Het tweede gevolg van de comeback van de inflatie is dat de centrale banken, om hun mandaat te respecteren, mogelijk de liquiditeit uit de markten moeten terugtrekken, net op het moment dat er zich een groeivertraging aftekent of voltrekt. En dat is naar alle waarschijnlijkheid wat er vandaag voor de deur staat in de Verenigde Staten en morgen misschien in Europa.

De ontwikkeling van de Amerikaanse conjunctuur stelt de Fed immers voor een groot dilemma: een vertraging van de economische groei in het laatste kwartaal van 2022, van momenteel meer dan 5% naar een bescheidenere 2%, terwijl de inflatie tot in maart boven de 7% zal blijven, om vervolgens terug te zakken naar een – nog altijd te hoog – niveau van 3% op het einde van het jaar. Dit economisch klimaat rechtvaardigt een verkrapping van het monetair beleid, om ervoor te zorgen dat de inflatie dicht genoeg bij het streefcijfer van 2% blijft.

Deze verkrapping, in een langetermijncontext waarin de markten niet geloven dat de inflatie erg ver zal afwijken van het streefcijfer, noch dat de sterke economische groei zal aanhouden, zorgt voor grote onzekerheid (na 40 jaar desinflatie en meer dan 20 jaar zwakke groei). Sommigen zullen beweren dat er een verkeerd monetair beleid wordt gevoerd, anderen zullen wijzen op het risico dat er weer een deflatoire druk ontstaat.

Dit scepticisme over de inflatie kan grote gevolgen hebben, die de Amerikaanse centrale bank waarschijnlijk wil corrigeren: de opeenvolgende verhogingen van de beleidsrente zullen waarschijnlijk vergezeld gaan van een minder sterke stijging van de langetermijnrente (afvlakking van de rentecurve), want de markten blijven geloven dat de reactie van de Fed zal volstaan om de inflatie- en groeivoorzichten de kop in te drukken en houden de langetermijnrente dus op een relatief laag niveau.

Maar dat is mogelijk niet naar de zin van de Federal Reserve, die in dat geval kan oordelen dat de beperkte stijging van de langetermijnrente de beleidsverkrapping inefficiënt maakt. De Fed moet namelijk de vastgoedmarkt doen afkoelen, die talrijke signalen van oververhitting vertoont. Deze markt is gevoelig voor de langetermijnrente, die de Fed voldoende wil laten stijgen om de markt af te remmen.

De residentiële vastgoedmarkt in de Verenigde Staten is immers almaar speculatiever geworden, met steeds meer investeerders die op zoek zijn naar rendement, ten koste van diegenen die op zoek zijn naar een eigen woning en die met lede ogen toezien hoe de prijs per "vierkante voet" dag in dag uit stijgt. Deze situatie doet ons vermoeden dat de Amerikaanse centrale bank dit jaar het wapen van de balansverkorting zal inzetten, want die heeft een directe impact op de langetermijnrente.

De Amerikaanse situatie zal bepalend zijn voor het Europese monetair beleid

Misschien dat Federal Reserve-voorzitter Jerome Powell in zijn abrupte koerswijziging ook denkt dat deze economische cyclus zijn gelijke niet kent? De monetaire beleidsverkrapping gebeurt immers op een moment waarop de economische actoren zich in een comfortabele financiële toestand bevinden, dankzij de grootschalige budgettaire en monetaire steunmaatregelen in de strijd tegen COVID-19, waardoor de consumenten minder kwetsbaar zijn voor een strakker monetair beleid.

Toch kunnen we het scepticisme bij analisten over het duurzame karakter van de Amerikaanse inflatie niet zomaar van tafel vegen. De vrees voor deflatie die de markten het voorbije decennium in zijn greep hield, is nog altijd sterk aanwezig, ondanks de periode van hoge inflatie die de wereldeconomie momenteel kent. Het verschijnen van een inflatie die binnen twee jaar weer naar 2,5% terugzakt is geloofwaardig, hoewel deze prognose geen rekening lijkt te houden met enkele structurele inflatieverhogende factoren, zoals de energieprijzen, de om demografische redenen teruglopende spaarquote en de geplande deglobalisering van productieketens.

Als de verwachte economische vertraging op kortere termijn een grotere impact heeft op de inflatie dan voorzien, dan kan de omvang van de verwachte monetaire verkrapping geleidelijk teruggeschoefd worden, omdat de Fed volgens ons een deel van de achterstand die zij heeft opgebouwd zal willen behouden, indien mogelijk. Een grote verrassing op monetair vlak valt dus niet uit te sluiten, maar dit is niet ons basisscenario.

Gezien de radicale en recente toonwijziging van Christine Lagarde, die de monetaire teugels van Europa in handen heeft, zal het monetair beleid mogelijk dit jaar al worden verkrappt. Men kan echter ook vraagtekens plaatsen bij de "openbaring" die geleid heeft tot haar recente bekering, want het gros van de inflatie in Europa is momenteel te wijten aan een oorzaak waarop de ECB totaal geen vat heeft: de energieprijzen.

Verwacht zij misschien harde loononderhandelingen in Europa en dat die ertoe zullen leiden dat de inflatie zich hier op dezelfde manier gaat ontwikkelen als ruwweg het afgelopen jaar in Amerika? Die vrees lijkt ons gegrond. Stille waters hebben immers diepe gronden, maar laten we onze blik aandachtig gericht houden op de situatie in de VS, die bepalend zal zijn voor het monetair beleid van Europa.

Het belooft zeker een volatiel en opwindend jaar te worden met talrijke kansen. Een van die jaren vol uitdagingen en radicale omkeringen, wat beter aansluit bij ons vak van actief beheerder, in tegenstelling tot al die duizenden onetrickpony's waarvan het rendement het frustrerende resultaat is van een enkele banale beslissing: passief blijven beleggen.

[Lees onze recentste marktanalyses](#)

Beleggingsstrategie

Obligaties

De sterke stijging van de rente die zich vanaf midden december¹ voordeed, hield aan in het begin van het nieuwe jaar.

Deze stijging ligt in het verlengde van de markttrend die zes maanden geleden is ingezet in afwachting van een algemene en bijzonder snelle normalisering van het monetair beleid. Beleggers blijven ervan uitgaan dat de korte rente verder zal stijgen nu de inflatiecijfers tot ieders verbazing blijven oplopen. Telkens opnieuw wordt de verwachte piek van de inflatie bijgesteld, zowel wat de hoogte ervan betreft² als het moment waarop de piek zich zal voordoen.

Twee belangrijke opmerkingen bij deze situatie. Ten eerste is de rentecurve weliswaar vlakker geworden³, maar is ook de langetermijnrente gestegen. De Duitse 10-jaarsrente is weer tot boven nul uitgekomen en de Amerikaanse rente op 10 en 30 jaar heeft een aantal belangrijke technische drempels overschreden⁴. Verder werd deze rentestijging vooral veroorzaakt door de reële rente en niet zozeer de inflatieverwachtingen, met name in de Verenigde Staten. Dit wijst erop dat er een aanscherping van de financieringsvoorwaarden verwacht wordt, waardoor de risicopremies op de markten voor bedrijfsobligaties en obligaties uit opkomende landen omhoog zullen gaan, terwijl die ook al kampen met de spanningen tussen Rusland en Oekraïne.

In deze omstandigheden hebben we onze blootstelling aan bedrijfsobligaties verder verminderd door afdekkingsposities aan te kopen en winst te nemen op bepaalde obligaties. Daarnaast hebben we nieuwe posities ingenomen in de opkomende markten, die zonder onderscheid afgestraft werden ondanks het feit dat hun kerncijfers onderling sterk verschillen. Op de rentemarkt hebben we onze shortposities in staatsobligaties van de kernlanden behouden, en in sommige gevallen zelfs versterkt.

Aandelen

Tot dusver bleef de volatiliteit, die we al verschillende maanden zien op de obligatiemarkten⁵, relatief beperkt op de aandelenmarkten. Maar daar komt nu verandering in. Het vooruitzicht van minder stimuleringsmaatregelen – een belangrijke steunfactor voor aandelen – had uiteindelijk ook impact op de internationale beurzen. Het contrast tussen de energiesector (winst van +20% in januari) en die van de duurzame consumptiegoederen en vastgoed (verlies van -10%) zegt veel over wat de markten op dit moment drijft.

Het rendementsverschil tussen de beleggingsstijlen Waarde en Groei, dat al zichtbaar was in 2021, is nog groter geworden. Het verschil tussen de twee heeft een nieuw hoogtepunt bereikt (de waarde-index presteerde in januari meer dan 7% beter, de eerste keer in twintig jaar dat dat gebeurt!). Deze situatie valt te verklaren door de macro-economische factoren die momenteel de overhand hebben. Alle blikken zijn gericht op de inflatiecijfers, de rentebesluiten en de uitspraken van de centrale banken, wat ten koste gaat van de micro-economische kerncijfers van de bedrijven, die nu minder hoog zijn gewaardeerd.

In deze turbulente omgeving was onze aandelenstrategie vooral gericht op groeibedrijven met voorspelbare vooruitzichten en aandelen van defensieve bedrijven. Nu de economische groei zich normaliseert en de inflatie hardnekkig lang lijkt aan te houden, is het zaak ons te concentreren op groeiaandelen van hoge kwaliteit met een sterk prijszettingsvermogen.

Volgens ons heeft de markt overdreven gereageerd op de sterke stijging van de rentevoeten. Ook zijn we ervan overtuigd dat de kerncijfers van de bedrijven weer een bepalende factor zullen worden, wat gunstig zou moeten zijn voor kwaliteitsbedrijven. Mogelijk zullen de kwartaalresultaten en prognoses van de bedrijven deze maand hiervoor de basis leggen.

Vanuit tactisch oogpunt hebben we enerzijds een deel van onze aandelenbeleggingen afgedekt en anderzijds aandelenposities ingenomen die positief gecorreleerd zijn met de stijgende rente en met een klimaat van langdurige inflatie. Een inflatoir klimaat kan in het voordeel spelen van de grondstoffensector, terwijl de banksector zou kunnen profiteren van de hogere rentevoeten.

Bron: Carmignac, Bloomberg, 04/02/2022

¹Volgend op een week waarin de Amerikaanse Federal Reserve, de Bank of England en de Europese Centrale Bank allemaal een meer hawkish toon aansloegen ten aanzien van de inflatie.

²Verwacht werd dat de inflatie in november vorig jaar haar hoogtepunt zou bereiken, maar nu wordt voor februari of maart een top voorspeld van 5,5% jaar-op-jaar in de eurozone.

³De korte rente, die gevoeliger is voor beslissingen over het monetaire beleid, is sterker gestegen dan de langere rente.

⁴Ze liggen nu boven hun driejarig voortschrijdend gemiddelde.

⁵De MOVE-index is omhooggeschoten naar bijna 90 en heeft de hoogste stand van maart 2020 overschreden.

Dit document is reclamemateriaal. Dit artikel mag geheel noch gedeeltelijk worden gereproduceerd zonder voorafgaande 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.