



Wat betekent de stijging van de rente voor de markten?



Auteur(s)
Didier Saint-Georges

Gepubliceerd
8 Maart 2021

Lengte
7 minuten leestijd

In onze [Note van januari](#) wezen we erop dat "2021 voor de markten wel eens een complexer jaar zou kunnen worden dan de meesten lijken aan te nemen". Deze waarschuwing wordt nu in maart al bevestigd. De markten beginnen immers te zinspelen op het risico dat zou ontstaan als de langetermijnrente verder gaat stijgen, met name in de Verenigde Staten. Aangezien de rente soms de vervelende neiging heeft om na een eerste stijging plotseling een tandje hoger te schakelen, denk ik dat het zinvol is om onze analyse op dit punt nader toe te lichten. De ervaring leert dat een rentestijging in eerste instantie vrij gunstig is voor de aandelenmarkten: ze duidt op een economische opleving die aanvankelijk niet tot een forse stijging van de kapitaalkosten leidt. Deze analyse wordt op dit moment ondersteund door het absolute niveau van de rente, dat ver verwijderd is van het niveau dat in het verleden een bedreiging kon vormen voor de waardering van risicovolle activa. Deze factoren verklaren in belangrijke mate waarom de aandelenmarkten tot dusver zo kalm hebben gereageerd op de volatiliteit op de obligatiemarkten; de tienjaarsrente op Amerikaanse staatsobligaties steeg in slechts twee maanden van 0,9% naar 1,47%, terwijl de MSCI World-aandelenindex er in deze periode met nog eens 4% op vooruitging. Maar als we een wat ruimere blik werpen op de factoren die de context bepalen, ziet de toekomst er ingewikkelder uit.

2021: het jaar van de stimulerende middelen

Zoals uitgelegd in onze Note van januari zal de economie in 2021, ieder geval in de Verenigde Staten, waarschijnlijk een groeitempo bereiken dat we sinds de jaren tachtig niet meer hebben gezien. Dat komt omdat het fiscaal en monetair beleid historisch gezien gunstig is, er sprake is van een buitensporig basiseffect en de evoluties met betrekking tot de werkzaamheid van de coronavaccins steeds meer hoop bieden. In deze context is het niet verwonderlijk dat de aandelenmarkten blijven stijgen door de vele speculatieve marktontwikkelingen, die het gevolg zijn van optimistische fundamentele analyses en gestimuleerd worden door de overvloedige liquiditeit. Het is evenmin verwonderlijk dat de stijging van het inflatiepercentage, dat binnen enkele maanden ook zal worden opgeblazen door het basiseffect (de inflatie was ingestort doordat de consumptie en de olieprijs in het voorjaar van 2020 waren gedaald), tot dusver alleen wordt gezien als een positief symptoom van de langverwachte economische 'normalisatie'. De stijgende inflatie zal de reële rente (nominale rente minus inflatie) verder doen dalen en tegelijkertijd de schuldenlast draaglijker maken en de aantrekkelijkheid van aandelen vergroten. Aangezien er bij een economische groei van 5% tot 6% steeds minder argumenten zijn om de negatieve reële rente en de 'quantitative easing', die onverminderd doorgaat, te handhaven, is het nu dus de vraag wanneer de centrale banken de sfeer zouden kunnen verpesten door te zinspelen op een verkrapping van het monetair beleid.

Maar door de reële langetermijnrente hoger te duwen, geven de markten aan de Fed te kennen dat niets doen steeds hogere kosten met zich mee zal brengen

Eerste signalen

In zijn toespraak voor de Amerikaanse Senaat op 23 februari bevestigde de voorzitter van de Amerikaanse Federal Reserve Jerome Powell dat hij op dit moment niet van plan is het monetair beleid te verkrappen. (Dankzij dat positieve nieuws zaten de aandelenmarkten, waar de dagen daarvoor nog wat bezorgdheid heerste, weer in de lift.) Die bekendmaking komt overeen met een bericht dat hij afgelopen zomer naar buiten bracht op de traditionele jaarlijkse top van centrale bankiers in Jackson Hole: ten aanzien van de inflatie streven we voortaan naar een bepaald langetermijngemiddelde en kijken we niet langer naar het actuele niveau ervan. Daarom zou de Fed volgens haar nieuwe doctrine onbewogen kunnen blijven toekijken, zelfs als de inflatie de komende maanden, voornamelijk door het basiseffect, sterk gaat stijgen. Maar slechts een paar dagen later steeg de obligatierente weer en kregen de aandelenmarkten een klap.

De markten beïnvloeden het monetair beleid, net zoals omgekeerd het geval is

De verklaring voor deze nervositeit is dat men begint te vrezen dat de Fed, die ondanks het algemene optimisme nadrukkelijk een afwachter houding aanneemt, het monetair beleid hals over kop nóg ingrijpender zal moeten verkrappen als de sterke groei aanhoudt na 2021, om oververhitting te voorkomen. Daarom stijgt de lange rente steeds sneller: niet alleen de inflatieverwachtingen op middellange termijn zijn gestegen, maar ook de verwachtingen ten aanzien van de reële rente (buiten de inflatie). Wat ook opvalt is dat de Fed nu een economische groei in de Verenigde Staten voorspelt van 'slechts' 4,2% voor dit jaar. Wij denken dat dit cijfer ver achterblijft bij de realiteit. Die prognose lijkt nauwelijks rekening te houden met het reddingsplan van 1.900 miljard dollar dat al door het Huis van Afgevaardigden is goedgekeurd. Daar komt binnenkort waarschijnlijk nog een plan voor infrastructuuruitgaven van vergelijkbare omvang bij. Bovendien zal de consumptie zich naar verwachting herstellen doordat het niveau van groepsimmunitet tegen corona in de Verenigde Staten binnenkort bereikt zal zijn. De mogelijkheid bestaat dat de Fed later dit jaar zal erkennen dat deze schatting te laag was en dus zal terugkomen op zijn afwachter houding. Met andere woorden: door de reële lange rente elke dag wat hoger te duwen, geven de markten aan de Fed te kennen dat niets doen steeds hogere kosten met zich mee zal brengen.

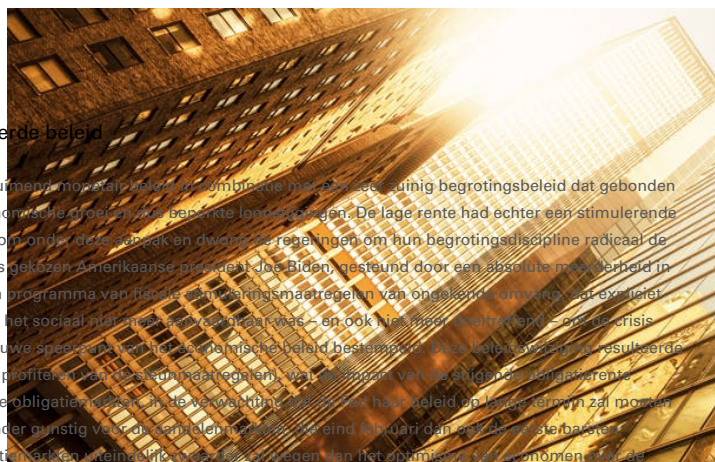
Joe Biden, gesteund door een absolute meerderheid in het Congres, zet definitief een punt achter het voormalige economische beleid door zich te binden aan een programma van fiscale stimuleringsmaatregelen van ongekende omvang

De kern van het probleem voor de markten is een wijziging in het gevoerde beleid

Het decennium na de grote financiële crisis van 2008 was er een van buitengewoon verruimd monetair beleid en een zeer ruim begrotingsbeleid dat gebonden was aan het keurslijf van financiële orthodoxie. Dit resulteerde in een middelmatige economische groei en de beperkte lonengroei. De lage rente had echter een stimulerende werking op de prijzen van financiële activa. De crisis van 2020 legde voor het eerst een bom onder deze waaier en dwong de regeringen om hun begrotingsdiscipline radicaal de rug toe te keren (zie onze Note van januari 'Het virus en de Rubicon'). Daarna zette de pas gekozen Amerikaanse president Joe Biden, gesteund door een absolute meerderheid in het Congres, definitief een punt achter het voormalige beleid door zich te binden aan een programma van fiscale stimuleringsmaatregelen van ongekende omvang, dat expliciet gericht is op reële groei en het verminderen van ongelijkheid. Met andere woorden, toen het sociaal niet meer het centrale was – en ook niet meer doeltreffend – op de crisis alleen aan te pakken met monetair beleidsmaatregelen, werd het fiscale beleid als het nieuwe speelveld van het economische beleid bestemd. Deze beleidswijziging resulteerde eerst in een stijging van de inflatieverwachtingen (aangezien de consument dit keer gaat profiteren van de steunmaatregelen), wat de impact van de stijgende leningsrente grotendeels compenseerde op de aandelenmarkten. Maar de afgelopen weken hebben de obligatiemarkten op de verwachting van de Fed haar beleid en langetermijn zal moeten verkrappen, de reële lange rente opgedreven. Deze stand van zaken is natuurlijk veel minder gunstig voor de aandelenmarkten, die eind februari dan ook de eerste balansen begonnen te vertonen. Het is nog te vroeg om te beoordelen of de correctie op de obligatiemarkten uiteindelijk voldoende zal wegen dan het optimisme van economen voor de periode na 2021. Maar de structurele wijziging van de markten noopt voorlopig tot voorzichtigheid op de obligatie- en aandelenmarkten.

Wat te doen?

Als de markten decennialang op een bepaalde manier hebben gefunctioneerd, komt er niet zomaar een omslag. Het is normaal dat een dergelijke omslag wordt voorafgegaan door een toename van de volatiliteit. Op de meeste obligatiemarkten is die ontwikkeling al begonnen en logischerwijs zijn daarna de aandelenmarkten aan de beurt. Om die reden hebben we de afgelopen weken alle risico's in onze obligatie- en aandelenportefeuilles verlaagd door hoofdzakelijk de Nasdaq en daarnaast ook de Amerikaanse langetermijnrente af te dekken. Terwijl de feitelijke groei van de economie na het herstel van 2021 nog steeds veel fiscale ondersteuning zal vergen, zou de correctie op de obligatiemarkten die ondersteuning wel eens kunnen beperken. In onze portefeuille handhaven we dan ook zorgvuldig onze posities in zowel aandelen die zullen profiteren van de heropening van de economie, als in groeiaandelen waarvan we overtuigd zijn dat hun duidelijke winstvooruitzichten en 'pricing power' van onschatbare waarde zullen zijn wanneer de inflatie gaat stijgen, in welk scenario dan ook.



Beleggingsstrategie

Aandelen

De sectorrotatie van groeiaandelen naar zogenaamde 'waardesectoren' versnelde aan het begin van het jaar doordat men anticipeerde op de heropening van de economie en de uitrol van een Amerikaans fiscaal stimuleringsplan van ongekeerde omvang. Dit macro-economische enthousiasme leidde uiteindelijk tot een correctie in de meest rentegevoelige sectoren, zoals basisconsumptiegoederen, nutsbedrijven en technologie. Men was namelijk bang dat de langetermijnrente zou gaan stijgen, vooral in de Verenigde Staten.

Omdat het aantal ondersteunende factoren van de aandelenmarkt de afgelopen weken is afgenomen, hebben we winst genomen op aandelen met een hoge waardering (vooral in China) en een aantal op de Amerikaanse markt gerichte afdekkingsstrategieën geïmplementeerd. Op korte termijn blijven we voorzichtig totdat de waarderingen meer in lijn zijn met de kerncijfers en met het nieuwe renteklimaat dat mogelijk in aantocht is. Wat betreft de structuur van onze aandelenportefeuilles hebben we ervoor gekozen om ons selectief bloot te stellen aan de heropening van de economie via bedrijven die zowel op korte als op lange termijn aantrekkelijke vooruitzichten bieden. Die beleggingen vormen een tegenwicht voor onze kernportefeuille, die gericht is op duurzame groei. We handhaven dan ook onze beleggingen die gerelateerd zijn aan de toeristische sector in Europa, naast onze blootstelling aan de luxesector, die voordeel zou moeten hebben bij de opleving van de consumptie nu de spaarquote een recordhoogte heeft bereikt.

De voorspelbaarheid van de winstgroei van een bedrijf op middellange termijn blijft ons belangrijkste selectiecriteria. Dit criterium sluit aandelen van slechte kwaliteit in de regel uit. Ons onderzoek is gericht op bedrijven die goed in staat zijn hun marges in stand te houden, vooral als de inflatie toeneemt, die zich kunnen aanpassen aan structurele veranderingen in productie- en consumptiepatronen en die bestand zijn tegen teleurstellende groei cijfers – een scenario dat niet kan worden uitgesloten. Hoewel de waardering van dergelijke effecten vaak wordt bekritiseerd, is het interessant om te zien dat de waardering van groeiaandelen op middellange termijn door de recente koersontwikkeling op één lijn ligt met die van waarde aandelen.

Obligaties

Het rendement op tienjarige Amerikaanse staatsobligaties – die bepalend is voor de prijs van een groot deel van de financiële activa – is sinds het begin van het jaar gestegen van minder dan 1% tot meer dan 1,6%. De eerste fase van die opwaartse beweging ging gepaard met een stijging van de inflatieverwachtingen, maar de reële rente bleef bijzonder laag. De afgelopen weken is de rente echter sneller gaan stijgen en ging ook de reële rente omhoog, terwijl de inflatieverwachtingen daalden. Die combinatie van factoren vormt een risico voor de meest rentegevoelige activa. Daarom is onze obligatiestrategie gericht op tactisch beheer en voorzichtigheid.

Bij de staatsobligaties van kernlanden was de ontwikkeling in Europa vergelijkbaar met die in de Verenigde Staten, hoewel beide regio's zich nog steeds in een verschillende situatie bevinden. In Europa blijft de economische en gezondheidssituatie onzeker, terwijl de economie in de Verenigde Staten profiteert van fiscale stimuleringsmaatregelen van ongekeerde omvang en van een veel effectievere vaccinatiecampagne. We handhaven dus onze short-posities in Amerikaanse staatsobligaties. Hoewel we ons voorlopig afzijdig houden van de meeste Europese staatsobligaties, zouden er kansen kunnen ontstaan als de marktcorrectie heviger wordt.

De bedrijfsobligatiemarkten zijn vrij stabiel gebleven. Voorzichtigheid is echter geboden, aangezien de creditspreads bijzonder weinig bescherming bieden tegen een sterke stijging van de rente. Daarom hebben we het risiconiveau verlaagd door winst te nemen op onze kernposities en door bepaalde posities af te dekken. Wat betreft schuld papier van opkomende landen handhaven we een zeer selectieve positionering die gericht is op specifieke kansen, zoals in China en Roemenië. Daarnaast hebben we short-posities geopend op economieën die het meest kwetsbaar zijn voor een opleving van de inflatie, zoals Polen, waar de centrale bank haar monetair beleid mogelijk sneller dan verwacht zal verkrappen om de controle over de inflatie niet te verliezen. Hoewel er tactische kansen kunnen ontstaan door deze snelle en algemene correctie van de wereldwijde rentetarieven, vrezende we dat er een structurele verandering in de markt zou kunnen plaatsvinden.

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.