

MACRO-ECONOMISCHE CONTEXT: Wanneer de oorzaak belangrijker is dan het gevolg

Een van de belangrijkste opvoedingsprincipes is wanneer een kind een stommititeit begaat, niet te reageren in functie van de consequenties van het gedrag, maar in functie van de oorzaak. Men dient sterker te reageren bij slechte intenties dan bij onbedachtzaamheid of a fortiori bij een ongeluk. Zelfs indien de gevolgen van de slechte intentie minder zwaar zijn dan die van het ongeluk. De oorzaak is dus belangrijker dan het gevolg. Hetzelfde geldt voor de financiële markten. Correct reageren op het gedrag van de markten vereist een analyse van de verklarende factoren. Er is nog een bijkomende gelijkenis tussen de twee situaties: net zoals we nooit zeker zijn van de intenties van kinderen – en soms zijn we allemaal nog wel eens grote kinderen – weten we nooit zeker waarom markten stijgen of dalen.

De afgelopen maand viel, in het bijzonder in de VS, de merkelijke stijging van de langetermijnrente op. Het is evident dat de beleggingsstrategie dit nieuw feit moet integreren. Maar eerst en vooral dient de vermogensbeheerder de reden ervan in te schatten. Afhankelijk van de reden van de stijging zal de benodigde aanpassing immers radicaal anders zijn. Dit soort analyse verheugt de conjunctuuranalist. Nadat hij vorig jaar, aangezien er geen verband was tussen een ineens stortende economische activiteit en opverende markten, bij wijze van spreken technisch werkloos was, kan hij nu opnieuw proberen waarde toe te voegen door zijn analyse.

Opgepast! Gevaar

Een stijging van de langetermijnrentevoeten kan op verschillende manieren zware financiële schade veroorzaken. Denken we maar aan:

- Minderwaarden op de aangehouden obligaties;
- Ongerustheid veroorzaken over de financiële gezondheid van de schuldenaren, te beginnen bij de staten, waardoor er wantrouwen kan ontstaan hetgeen dan weer verdere rentestijgingen veroorzaakt;
- De economische groei belemmeren door consumptie en investeringen duurder te maken;
- De actuele waarde van de toekomstige winsten van genoteerde bedrijven doen afnemen waardoor aandelen in absolute termen minder aantrekkelijk worden;
- Door aandelenbeleggingen in relatieve termen minder aantrekkelijk te maken tegenover vastrentende titels.

Het grootste gevaar bestaat erin dat de rentestijging het spiegelbeeld wordt van de duidelijk positieve gevolgen van afgelopen jaar. Er zijn meerdere redenen waarom de beurzen de zware recessie gelinkt aan Covid-19 zonder al te veel kleerscheuren overleefden (Europa) of er zelfs op vooruit gingen (VS en de Emerging Markets). Verschillende waarnemers leggen hun eigen accenten, maar iedereen is het wel roerend eens over de belangrijke rol die de centrale banken hebben gespeeld. Was de rente gestegen, dan had het afgelopen beursjaar er volledig anders uitgezien.

Beperkt risico

De huidige rentestijging kan, afhankelijk van haar oorzaak, zeer gevaarlijk of relatief goedaardig zijn. Indien ze veroorzaakt zou zijn door een plots vertrouwensverlies in de capaciteit van de overheid om de situatie onder controle te krijgen of door anticipatie op een verstrengend monetair beleid door het terug in de gratie komen van de klassieke orthodoxie bij de centrale bankiers, dan zou dit zeer verontrustend zijn. De trieste combinatie van bedroevende economische groei en hoge intrestvoeten zou het gevolg kunnen zijn.

Onze lezing van de feiten is anders. De stijgende rentevoeten zijn ons inziens te wijten aan het debat rond de omvang van het budgettaire steunprogramma aangekondigd door de nieuwe Amerikaanse president. Twee gereputeerde economen, Larry Summers en Olivier Blanchard, schoven – hoewel ze duidelijk erkennen dat het niet het moment is om te besparen – het risico op een oververhitting van de economie naar voor. L. Summers stelt dat in verhouding tot de “output gap” (de mate waarin de economie beneden haar capaciteit draait), de huidige maatregelen zowat zesmaal omvangrijker zijn dan diegene die genomen werden om uit de financiële crisis van een twaalf jaar geleden te raken. Heel wat gezinnen zien door de steunmaatregelen hun koopkracht toenemen tegenover de pre-covid situatie. Volgens O. Blanchard zal de economie niet kunnen voldoen aan de ongeremde vraag van de gezinnen, tenzij ze zouden besluiten het overgrote gedeelte van de budgettaire transfers te sparen. Na de dosis groeihormonen zal de Amerikaanse economie allesbehalve futloos zijn, hetgeen een toename van de inflatie zou kunnen veroorzaken.

De stijging van de rentevoeten is dus niet te wijten aan een collectief wantrouwen waardoor de centrale bank machteloos wordt, of door een centrale bank die zichzelf machteloos maakt. Het is integendeel het gevolg van een scenario waarbij de consumptie té sterk toeneemt. Het verwerpen van het eerste scenario ten voordele van het tweede heeft vanzelfsprekend gevolgen op de portefeuilleallocatie. In het eerste scenario diende het aandelengewicht verlaagd te worden ten voordele van cash. In het tweede scenario is dat niet het geval en dient binnen het obligatiegedeelte van de portefeuille een belangrijk deel voorbehouden te worden voor inflatiegelinkte obligaties, die beschermen tegen de toename van de inflatie.

Etienne de Callatay – etienne.decaltatay@orcadia.eu

Contacteer ons:

ORCADIA Asset Management – Ecoparc Windhof
13, Rue de L'Industrie – L-8399 Windhof – Luxemburg
Tel.: +352 27 40 17 20 – info@orcadia.eu

Verantwoordelijke uitgever: Geert De Bruyne – Geert.Debuyne@orcadia.eu

Hoewel de in dit document verstrekte informatie is opgesteld op basis van bronnen die als betrouwbaar beschouwd kunnen worden, is het onmogelijk om de nauwkeurigheid of de volledigheid ervan te garanderen. De geuite meningen kunnen zonder voorafgaande kennisgeving aan wijzigingen onderhevig zijn. Dit document kan niet worden beschouwd als een beleggings-, juridisch of fiscaal advies. Daarom raden wij de lezer sterk aan om, alvorens een beleggingsbeslissing op basis van informatie in dit document te nemen, contact op te nemen met hun adviseurs. Een in het verleden gerealiseerde prestatie is geen garantie voor een toekomstige prestatie. De waarde van effecten is aan veranderingen onderhevig en kan derhalve niet worden gegarandeerd. Geen enkele reproductie van dit document is toegestaan, noch geheel, noch gedeeltelijk zonder de expliciete en voorafgaandelijke toestemming van Orcadia Asset Management.