



Geschreven op 3 oktober 2023

MARKET OVERVIEW

Door Dominique Marchese, Head of Equities & Fund Manager

DE VERENIGDE STATEN DRIJVEN DE REËLE RENTE OP

De langetermijnrente is de afgelopen weken verder gestegen, ondanks vrij goed meevallende inflatiecijfers aan beide kanten van de Atlantische Oceaan. De publicatie van nieuwe economische voorspellingen door de Amerikaanse Federal Reserve (Fed) weerspiegelt het optimisme van de leden van het Federal Open Market Committee, die het vooruitzicht van monetaire versoepeling in 2024 iets meer naar de toekomst verschuiven. De Europese Centrale Bank (ECB) heeft haar beleidsrente (depositofaciliteitsrente) tot 4% verhoogd te midden van groeiende tekenen van een vertraging op de kredietmarkten. Logischerwijs worden de aandelenindexen afgeremd door de stijgende langetermijnrente.

STERKE STIJGING VAN DE LANGETERMIJNRENTE TIJDENS DE ZOMER

Dit was duidelijk de belangrijkste marktgebeurtenis van het kwartaal. In de afgelopen drie maanden is het rendement op 10-jaars staatsobligaties in dollar (Treasuries) met bijna 0,9% (90 basispunten) gestegen tot 4,70%, het hoogste niveau sinds 2007. De reële langetermijnrente (nominale rente min verwachte inflatie op de lange termijn) staat sinds 2008 (de subprimecrisis) op recordhoogte en noteert nu ruim boven de 2% (2,30% bij de laatste lezing voor de reële 10-jaars rente). De langetermijnrente steeg ook in Europa, zij het in mindere mate. Het rendement op de Bund (Duitse staatsobligatie) met een looptijd van 10 jaar bedroeg ongeveer 2,90%, een stijging van ongeveer 50 basispunten ten opzichte van het derde kwartaal.

De verdere obligatiecorrectie (d.w.z. obligatiekoersen die in de tegenovergestelde richting van de rente bewegen) was echter niet het meest voor de hand liggende scenario dat beleggers deelden in de context van desinflatie. Het lijkt erop dat de markten eindelijk de onwrikbare vastberadenheid van de centrale banken hebben geaccepteerd om de inflatie te bestrijden. Dat betekent dat het vooruitzicht van een wijdverspreide, grootschalige versoepeling van de monetaire voorwaarden vanaf 2024 nu ver weg is. Dit is zelfs de belangrijkste boodschap van de Fed in haar laatste economische prognoses: de mediaanprognoses van haar leiders wijzen op slechts een lichte monetaire versoepeling volgend jaar. Na de pauze waartoe de Fed heeft besloten, weerspiegelen recente toespraken van Fed-functionarissen nog steeds een bullish bias die een definitieve renteverhoging in de komende maanden niet uitsluit. De obligatiemarkten hebben zich eindelijk neergelegd bij deze nieuwe situatie. In de eurozone maken sommigen zich al zorgen dat het monetaire beleid te krap is op een moment dat de groei van de kredietverlening aan bedrijven in acht jaar nooit zo laag was. Duitsland heeft te maken met een forse terugval van de economische activiteit, die nog wordt verergerd door de vertraging van de Chinese vraag en de zwakke consumptie van huishoudens. Over het algemeen zakken

sectoren die sterk afhankelijk zijn van de rente (bouw, vastgoed) verder weg in de crisis. De ECB lijkt echter geneigd om net als de Fed een pauze in te laten om zichzelf de tijd te geven de onvermijdelijke effecten van strengere financiële voorwaarden op de economische activiteit te bestuderen. De stabiliteit van de langetermijninflatieverwachtingen (5-jaars euro swaprente over 5 jaar momenteel rond 2,50%) en de afwezigheid van een loon-prijsspiraal zullen niettemin de belangrijkste factoren zijn om de komende maanden in de gaten te houden. In elk geval geven de vertraging van de wereldeconomie (trage kredietmarkten, matige privéconsumptie buiten de Verenigde Staten, geleidelijke matiging op de arbeidsmarkten) en de aanhoudende desinflatie ondanks de recente stijging van de olieprijsen reden tot hoop dat de monetaire verkrappingscyclus snel ten einde zal zijn.

De resoluut optimistische toon van de laatste economische projecties van de Amerikaanse centrale bank kan ons misschien verrassen. Die wijzen op een scenario van stabilisatie van de economie gevolgd door een terugkeer naar een potentiële groei van ongeveer 1,7% tot 2% in volume per jaar vanaf 2025 (reële bbp-groei). In onze vorige maandelijkse notitie benadrukten we het feit dat de Fed in het vroege voorjaar het idee van een recessie (harde landing) had losgelaten en het scenario van een zachte landing voor de Amerikaanse economie had aangenomen. Ondanks de stabilisatie van de verwerkende nijverheid zijn de vele risico's die op de activiteit wegen nog steeds zeer reëel. We benadrukken de verkrapping van de kredietmarkten, de waarschijnlijke vertraging van de consumentenbestedingen na een daling van de spaarquote die niet duurzaam lijkt, de hervatting in oktober van de aflossing van studieschulden, de sterkere aanpassing van de arbeidsmarkt, de daling van de winstmarges van bedrijven en het risico van een shutdown. Die laatste lijkt trouwens nog steeds aan de orde ondanks het tweepartijdige akkoord op 30 september om een sluiting van de

openbare diensten gedurende 45 dagen te vermijden. De Federal Reserve is ervan overtuigd dat de Amerikaanse economie, die de monetaire schok van de afgelopen achttien maanden tot nu toe goed heeft doorstaan (de beleidsrente werd met 525 basispunten verhoogd, voor het eerst in veertig jaar), perfect in staat is om de aanscherping van de financiële voorwaarden op te vangen zonder dat er in de komende kwartalen een aanzienlijke vertraging optreedt. De Fed heeft daarom haar prognose voor de reële bbp-groei in 2023 opgetrokken naar 2,1% (vergeleken met de prognose van +1% in juni vorig jaar). De groei voor volgend jaar (gebaseerd op de mediaan van de schattingen van de Fed-leden) zal naar verwachting +1,5% bedragen, tegen +1,1% in juni, ondanks de schok voor de reële rente. Deze naar boven bijgestelde prognoses gaan logischerwijs gepaard met neerwaartse prognoses voor de werkloosheid. Dus hoe kan de Fed haar inflatieverwachtingen ongemoeid laten? De PCE - prijsindex van de persoonlijke consumptiebestedingen - zal volgend jaar naar verwachting met 2,5% stijgen, ongewijzigd ten opzichte van de prognose van juni, vergeleken met 3,3% in 2023, nauwelijks 10 basispunten hoger dan de vorige raming. Moeten beleggers daarom langer een strakker monetair beleid en hogere reële rentes

verwachten? Dat is tenminste de boodschap die de obligatiemarkten de afgelopen weken hebben afgegeven. Het is **onwaarschijnlijk dat de reële rente zal terugvallen naar de lage niveaus van voor de pandemie, gezien de structurele veranderingen die al aan de gang zijn** (enorme investeringsbehoeften in de strijd tegen de opwarming van de aarde en defensie, groeiende mondiale onevenwichtigheden tussen besparingen en investeringen, de absolute noodzaak om de geloofwaardigheid van centrale banken te garanderen na jaren van dwaling en ontkenning). **Het desinflatieproces zal niet tegelijkertijd bewegingsruimte kunnen bieden aan een economie in bloedvorm en financiële voorwaarden die weer versoepeld zijn.** Het risico om de controle over de inflatie weer te verliezen zou veel te groot zijn. In zekere zin is het een pyrrusoverwinning voor de monetaristen, gehaat door de spilzieke staten en de voorstanders van de Moderne Monetaire Theorie, die de explosieve toename van de staatsschuld en de financiering van tekorten door geldschepping begeleidden. We geloven dus niet in een snelle terugkeer naar de "wereld van vroeger".

EEN TERUGKEER NAAR "NORMALE" REËLE RENTES?

Wat wordt er precies bedoeld met "normale reële rente"? Hier baseren we ons op de economische theorie, maar vereenvoudigen we deze uitdaging opzettelijk. Als we ons baseren op de langetermijnprojecties van de Federal Reserve en de inflatieverwachtingen van de markt (ongeveer 2,5% per jaar), zou de nominale langetermijnrente ongeveer 4,3% moeten bedragen, een niveau waarbij we de termijnpremie zouden moeten optellen (extra rendement dat houders van langlopende obligaties vragen ter compensatie van de volatiliteit van de rente). Dit verdween volledig tijdens de periode van kwantitatieve versoepeling door de Fed. Gezien de terugkeer van de inflatie en de enorme financieringsbehoeften van de federale overheid nu de balans van de centrale bank krimpt, zou het niet onlogisch zijn als deze termijnpremie opnieuw zou worden samengesteld. Met andere woorden, het huidige niveau van 4,7% voor de rente op 10-jarige staatsobligaties is niet absurd als we het door de Fed geschatte groeipercentage op lange termijn voor de Amerikaanse economie accepteren, het groeipotentieel in volume (reëel bbp) op basis van productiviteitsgroei en de demografische trends van de beroepsbevolking, namelijk 1,8% per jaar. **We zouden daarom eerder stellen dat de huidige niveaus van de lange rente in lijn zijn met redelijke aannames** - de Fed lijkt geen rekening te houden met de effecten van de inzet van AI in de komende jaren - **zonder meer volatiele periodes uit te sluiten waarin de langetermijnrente het niveau van 5% zou kunnen naderen.**

De situatie in de eurozone is anders omdat de potentiële groei van de economie wordt afgeremd door zwakke productiviteitswinsten (ongeveer +0,5% per jaar), wat pleit voor reële rentevoeten van minder dan 1%. De langetermijnrente zou daarom onder het niveau van de VS moeten blijven. Europa moet absoluut zijn inspanningen op het gebied van onderwijs en innovatie opvoeren en de toepassing van nieuwe technologieën door economische spelers versnellen, met name op het gebied van AI. De zwakte van de economie van het Oude Continent, die vooral te wijten is aan de cyclische traagheid van de wereldhandel, is ook structureel en vraagt om een heroverweging van het overheidsbeleid tot op het niveau van de Europese Commissie, wil de EU niet slechts een consument blijven van Amerikaanse en Aziatische technologische producten en diensten.

We sluiten af met een paar woorden over de **aandelenmarkten, die logischerwijs leiden onder door de stijging van de obligatierente, vooral de duurere groeiaandelen.** Naast de goede prestaties sinds het begin van het jaar van de Amerikaanse technologieleiders, gedreven door de rage voor generatieve AI, merken we op dat de prestaties van sectoren met een reputatie van waarde (lage waarderingen die een gematigde groei van toekomstige kasstromen weerspiegelen) en groeisectoren dicht bij elkaar liggen sinds de Fed achttien maanden geleden begon met het optrekken van de rente. **Deze terugkeer naar een normale reële rente heeft grote gevolgen voor de assetallocatie en noopt tot een groter evenwicht in portefeuilles tussen verschillende beheerstijlen.**

CONCLUSIE

Terwijl de stijging van de obligatierente reële kansen biedt voor beleggers (verlengen van de gemiddelde looptijd van beleggingen om te profiteren van positieve reële rentes), is de vraag wanneer beleggers de aandelencomponent van hun portefeuilles weer kunnen optrekken. Gezien de **hoge waardering van de Amerikaanse markt,**

waaronder het scenario van een zachte landing voor de economie (onaantrekkelijke risicopremie: negatieve spread tussen het gemiddelde rendement op vrije kasstromen op de markt en de tienjarige rente op schatkistobligaties), **moet aan twee noodzakelijke voorwaarden worden voldaan. De eerste is de stabilisatie van de**

langetermijnrente, gestimuleerd door desinflatie en het einde van het monetaire verkrapingsproces. **De tweede voorwaarde is de stabilisatie van de voorlopende economische indicatoren**, waardoor de marges van bedrijven hun dieptepunt zullen bereiken en er een einde komt aan de aanpassing van de winstconsensus (vooral met betrekking tot 2024). In een tweede fase zullen de start van een fase van monetaire

versoepeling (verlaging van de beleidsrente van de centrale banken), waarvan de timing uiteraard zal afhangen van de inflatie (afwijking van de doelstelling van 2% per jaar), en de versterking van de potentiële groei dankzij technologische innovaties (AI) het momentum op de aandelenmarkten stimuleren. Daar zijn we nog ver van verwijderd. We moeten geduld oefenen.

DISCLAIMER

De bovenstaande inhoud is opgesteld en wordt verspreid door Pure Capital S.A. Hij dient uitsluitend ter informatie en is bedoeld om de beheeractiviteiten van Pure Capital S.A. (hierna "Pure Capital") te presenteren en informatie te verstrekken over haar beleggingsstrategieën. De informatie of gegevens (inclusief tekst en fotomateriaal) in dit document zijn auteursrechtelijk beschermd en elke reproductie of distributie ervan aan derden, geheel of gedeeltelijk, zonder voorafgaande toestemming van Pure Capital, is verboden.

Pure Capital behoudt zich het recht voor om de informatie in dit document te allen tijde zonder voorafgaande kennisgeving te wijzigen of aan te passen. Dit document mag niet worden opgevat als een aanbod om een financieel instrument te kopen/verkopen of als een verzoek om financiële instrumenten of beleggingen te kopen of te verkopen. Alle hier gepubliceerde informatie is uitsluitend bedoeld ter informatie en vormt geen beleggingsadvies. Desondanks kan geen garantie worden gegeven voor de juistheid of volledigheid ervan. Deze informatie is niet opgesteld in overeenstemming met de wettelijke vereisten voor onafhankelijk onderzoek op beleggingsgebied en moet derhalve worden beschouwd als marketingmededeling. Hoewel er geen verbod is op het gebruik van deze inhoud voorafgaand aan de verspreiding ervan (bijvoorbeeld om orders uit te voeren), streeft Pure Capital er niet naar om hier winst uit te halen. Voor meer details over de beleggingsproducten zijn de officiële verkoopdocumenten (het document met essentiële beleggersinformatie, het prospectus, het halfjaarverslag en het jaarverslag) kosteloos verkrijgbaar op verzoek bij Pure Capital S.A. (hierna "Pure Capital") (tel: +352 26 39 86) of door de website www.purecapital.eu te bezoeken.

De informatie in dit document wordt te goeder trouw verstrekt en Pure Capital aanvaardt hiervoor geen enkele aansprakelijkheid.

Er kan geen garantie worden gegeven dat de beleggingsdoelstellingen zullen worden bereikt. In het verleden behaalde resultaten zijn geen betrouwbare leidraad voor toekomstige resultaten. De prestaties kunnen schommelen doorheen de tijd. De netto-inventariswaarde van de portefeuille is afhankelijk van de marktevolutie. Elk beleggingsfonds is derhalve onderhevig aan marktschommelingen en het is mogelijk dat de belegger slechts minder terugkrijgt dan zijn inleg. Uw rekeninghouder kan u een jaarlijks bewaarloon aanrekenen. Dat verschilt van instelling tot instelling. Voor meer informatie kunt u contact met ons opnemen.

Dit document wordt verstrekt met dien verstande dat het niet zal worden gebruikt als een primaire basis voor beleggingen. Elke belegging moet het resultaat zijn van een voldoende geïnformeerde en goed onderbouwde beslissing.