De renteverhoging van de Fed

Beschrijving

De markt had die stap ingeprijsd. Wat er nu toe doet, is dus niet wÃ¡t er gebeurde, maar waarÃ³m het gebeurde en wat er daarna komt. Vooraf leek een verdeeld besluit het meest waarschijnlijk. De Fed telt bekende duiven, bestuurders die de rente liever laag houden, en een tegenstem of drie lag voor de hand. Toch werd het twaalf tegen nul. Voorzitter Warsh kreeg de hele commissie mee. Zijn toespraak in Jackson Hole en de gesprekken daarna hebben duidelijk gewerkt. Hij loodste de verhoging erdoorheen, hield president Trump daarbij op afstand en zette zo een stap in het opbouwen van geloofwaardigheid. En die verdien je nu eenmaal, je krijgt haar niet cadeau.

Warsh krijgt juist wat hij wil

Warsh geen voorspelbare Fed die de markt aan de hand neemt. Hij vindt dat de markt de rente moet bepalen en dat de centrale bank moet volgen, niet andersom. Door te doen wat iedereen verwachtte, leek hij precies het beeld te bevestigen waar hij juist vanaf wil.

Maar zo simpel ligt het niet. In de weken voor de vergadering liep de rente in de markt al op. De financiÃ«le condities verkrapten uit zichzelf. De Fed deed daarna weinig meer dan volgen wat de markt al had gedaan. En dat is precies het punt. Warsh maakte van de centrale bank de volger in plaats van de leider. De uitkomst die leek te botsen met zijn filosofie, bevestigt haar juist. De markt kan het heel goed zelf.

Bessent trekt de andere kant op

Toch krijgt Warsh geen vrij spel. Minister van FinanciÃ«n Bessent trekt aan de andere kant. Waar Warsh de Fed wil terugtrekken uit de markt, wil de regering de invloed op de rente en de dollar juist vergroten. Het Witte Huis drong aan op een verlaging, niet op een verhoging. Dat is meer dan een politiek meningsverschil. Het raakt de kern van het plan van Warsh: een centrale bank die een stap terug doet, tegenover een overheid die juist meer aan de knoppen wil draaien. Zolang die twee krachten tegen elkaar in werken, blijft de onafhankelijkheid van de Fed een terugkerend thema.

Een rentestap staat zelden alleen

Een rentebesluit van de Fed staat zelden op zichzelf. Wie de rente verhoogt, doet dat meestal niet Ã©Ã©n keer. De eigen renteverwachtingen van de bestuurders wijzen op nog Ã©Ã©n verhoging, met de deur open voor een tweede. Lees die verwachtingen vooral als richting, niet als belofte: de Fed wil verder verkrappen als de inflatie niet snel genoeg zakt. En het verschil tussen wie volgend jaar stemt en wie niet, telt nu zwaarder dan ooit. Het kan dus zomaar zijn dat de rente verder omhoog gaat dan de markt nu denkt.

Toch geen slecht nieuws voor aandelen

Een hogere rente klinkt bedreigend voor de beurs, maar dat is het hier niet. De reden achter de verhoging is namelijk kracht, geen zwakte. De Amerikaanse economie draait hard. De nominale groei, de groei inclusief inflatie, ligt rond 6,5%, en de meest actuele ramingen zetten de reÃ«le groei voor dit kwartaal richting 5%. De winsten groeien wereldwijd met bijna 30% op jaarbasis. Als de rente stijgt omdat de economie sterk is en de bedrijfswinsten meegroeien, dan kunnen aandelen daar prima tegen. Dat is iets heel anders dan een rente die omhoog moet omdat de inflatie ontspoort. Zelfs bij de huidige rente biedt het Fed-model ruimte voor hogere waarderingen.

Inflatie is het echte doel

Het echte doel van Warsh is niet een hoge rente, maar geloofwaardige prijsstabiliteit. Warsh ontpopt zich wat dat betret tot de beste Fed-voorzitter sinds Paul Volcker Alle signalen wijzen erop dat de inflatie verder kan dalen. De trend over zes maanden, de maatstaf waar Warsh zelf naar verwijst, zakt al. Alleen niet snel genoeg naar zijn zin. De recente opleving komt vooral door de energieprijzen, en dat is een probleem aan de aanbodkant. Zulke schokken kan een centrale bank beter uitzitten dan bestrijden met een hogere rente. Onderliggend daalt de kerninflatie, de prijsstijging zonder energie en voedsel, terwijl de lonen gematigd stijgen doordat de productiviteit toeneemt.

Zo bezien is de verhoging van afgelopen week geen ommekeer, maar een bijstelling. De Fed wil de inflatie iets sneller terug naar het doel, meer niet. En juist door nu streng te zijn en de inflatie geloofwaardig richting 2% te duwen, legt Warsh de bodem onder een latere verlaging. De markt rekent op meer verhogingen dan deze Fed waarschijnlijk levert. Voor beleggers is dat geen somber vooruitzicht, maar een geruststellend.

Hogere rente en dispersie in de aandelenmarkt

Een hogere rente maakt de aandelenmarkt selectiever. In een omgeving met goedkoop geld stijgen bijna alle aandelen mee, omdat de lage disconteringsvoet vrijwel elk verdienmodel ondersteunt en financiering makkelijk te krijgen is. Bij een hogere rente verdwijnt dat gelijkmatige effect. Bedrijven met

sterke balansen, stabiele kasstromen en prijszettingsmacht kunnen de hogere kapitaalkosten prima dragen, terwijl bedrijven met veel schulden, herfinancieringsrisico of winsten die pas ver in de toekomst komen het lastiger krijgen. De verschillen in rendement tussen aandelen worden daardoor groter.

Op het eerste gezicht is dat ongunstig voor groeiaandelen. Hun waarde hangt sterk af van kasstromen in de verre toekomst, en die worden bij een hogere rente zwaarder afgetikt. In theorie zouden de waarderingen van groeibedrijven dus onder druk moeten staan. In de praktijk is dat effect bij veel grote techbedrijven echter grotendeels al verwerkt. Hun winsten zijn de afgelopen periode sneller gestegen dan hun koersen, waardoor de waardering ten opzichte van de winst is gedaald. De koers-winstverhoudingen zijn dus lager geworden zonder dat de koersen hoeven te dalen. Daardoor is de buffer tegen een hogere rente groter dan het beeld van â??dure groeiaandelenâ?• doet vermoeden. Bovendien beschikken veel van deze bedrijven over hoge marges, veel kasgeld en weinig schuld, waardoor ze zelfs profiteren van rente-inkomsten in plaats van erdoor geraakt te worden.

Een hogere rente sluit stijgende koersen bij grote techbedrijven dus niet uit. Wel wordt de winstgroei belangrijker als drijfveer, en het verschil tussen bedrijven die die groei waarmaken en bedrijven die dat niet doen wordt groter. Dat geldt ook binnen de groeisector zelf, dus dispersie speelt niet alleen tussen sectoren, maar ook tussen individuele aandelen.

Han Dieperink, Chief Investment Officer

Disclaimer

Abonneer op deze nieuwsbrief via www.aureus.eu/nieuwsbrief