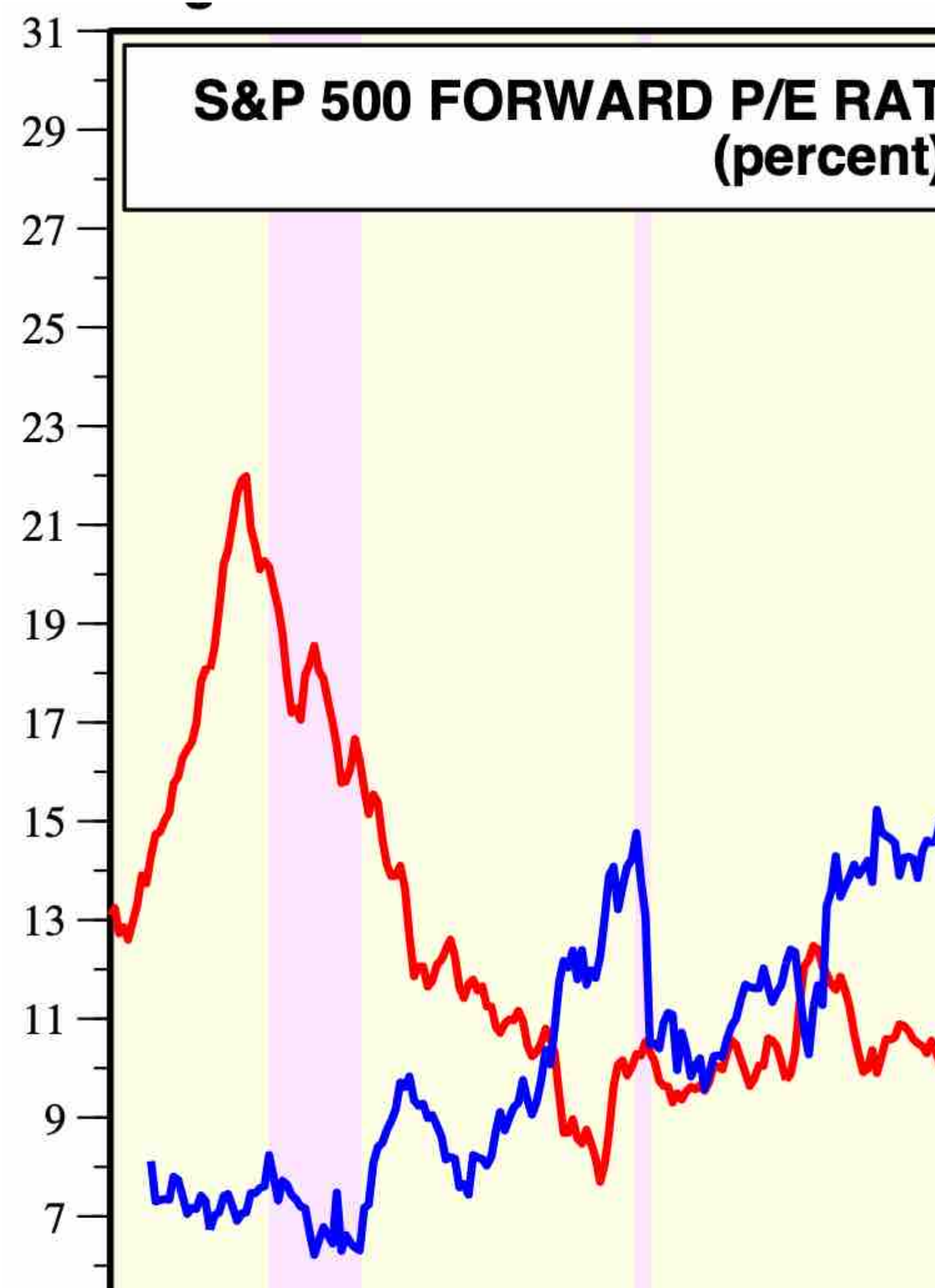
De Stagflatie-portefeuille

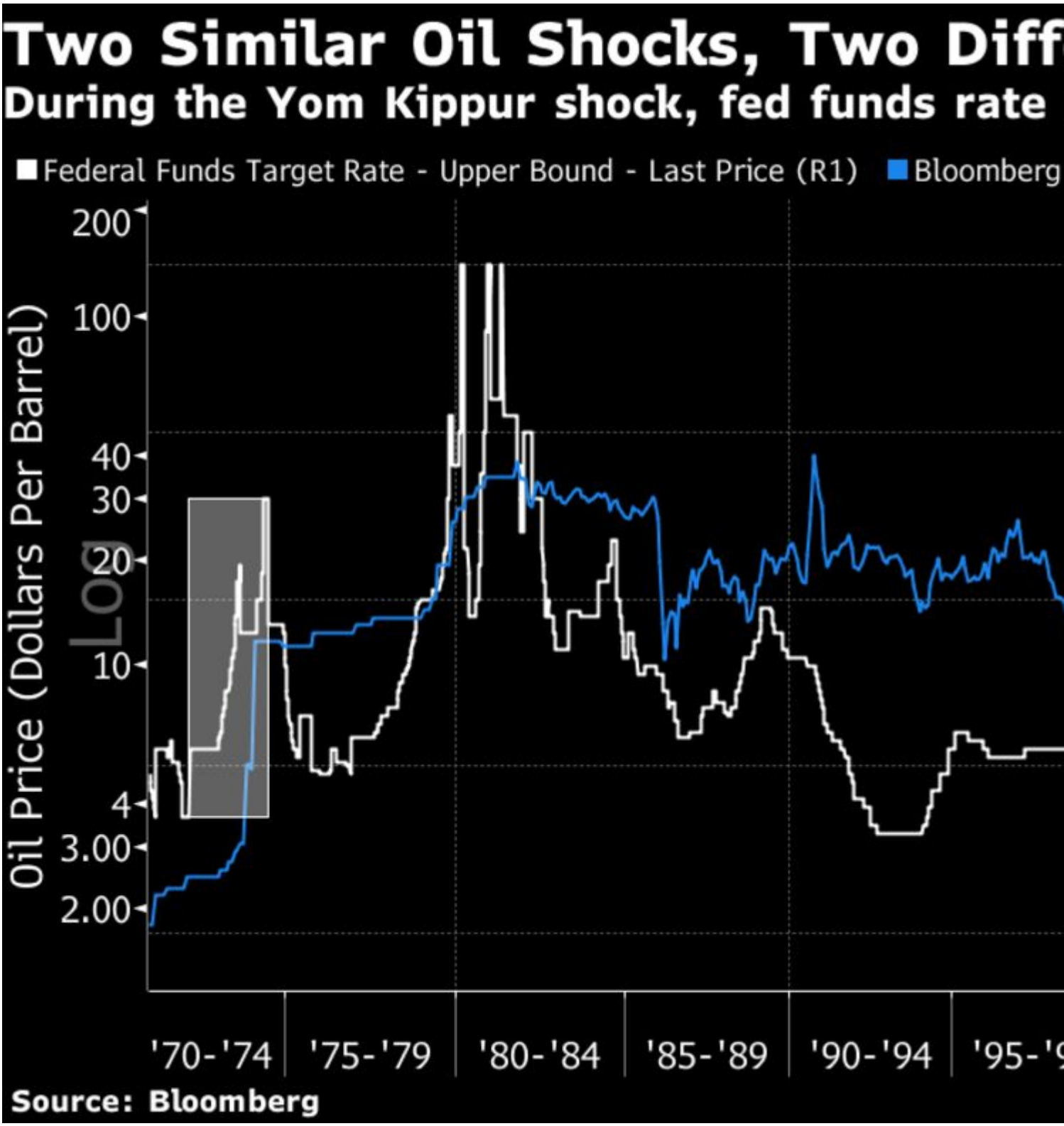
Beschrijving

Een scenario dat begin dit jaar nog onwaarschijnlijk leek, heeft opeens een reÃ«le kans en dat is het stagflatiescenario. Oplopende inflatie en een stagnerende economie, vooral voor het Europese continent dreigt dat als gevolg van de oorlog in OekraÃ¯ne. Voor een belangrijk deel komt dat omdat we de pijn zelfs willen nemen. Waar enkele maanden geleden nog een gitzwart maar onwaarschijnlijk scenario was dat de Russen de gaskraan zouden dichtdraaien, zijn regeringsleiders onder druk van sociale media nu unaniem van mening dat we zelf geen Russisch gas meer zouden moeten willen. Stagflatie betekent relatief lange periodes van economische malaise.

Stagflatie is vooral bekend van de jaren zeventig en is geen product van de markt, maar van de (geo)politiek. De twee oliecrises speelden een grote rol, maar ook de reactie van centrale bankiers, de oorlog in Vietnam, het aftreden van Nixon na het Watergate-schandaal, de macht van de vakbonden, het reguleren van prijzen en ook de koude oorlog hadden een grote invloed. In een normale marktsituatie zouden hoge prijzen de vraag remmen, waardoor uiteindelijk de prijzen weer gaan dalen en er een nieuw evenwicht wordt bereikt. Tijdens een periode van stagflatie is er langere tijd sprake van een onbalans. Prijzen stijgen, maar de omzet en de winstgevendheid daalt. Werknemers worden ontslagen terwijl de prijzen verder stijgen. Speciaal voor deze situatie is de misery-index ontwikkeld. Deze index is invers gecorreleerd met de gemiddelde waardering van aandelen.


S&P 500 FORWARD P/E RAT
(percent)
31
29
27
25
23
21
19
17
15
13
11
9
7

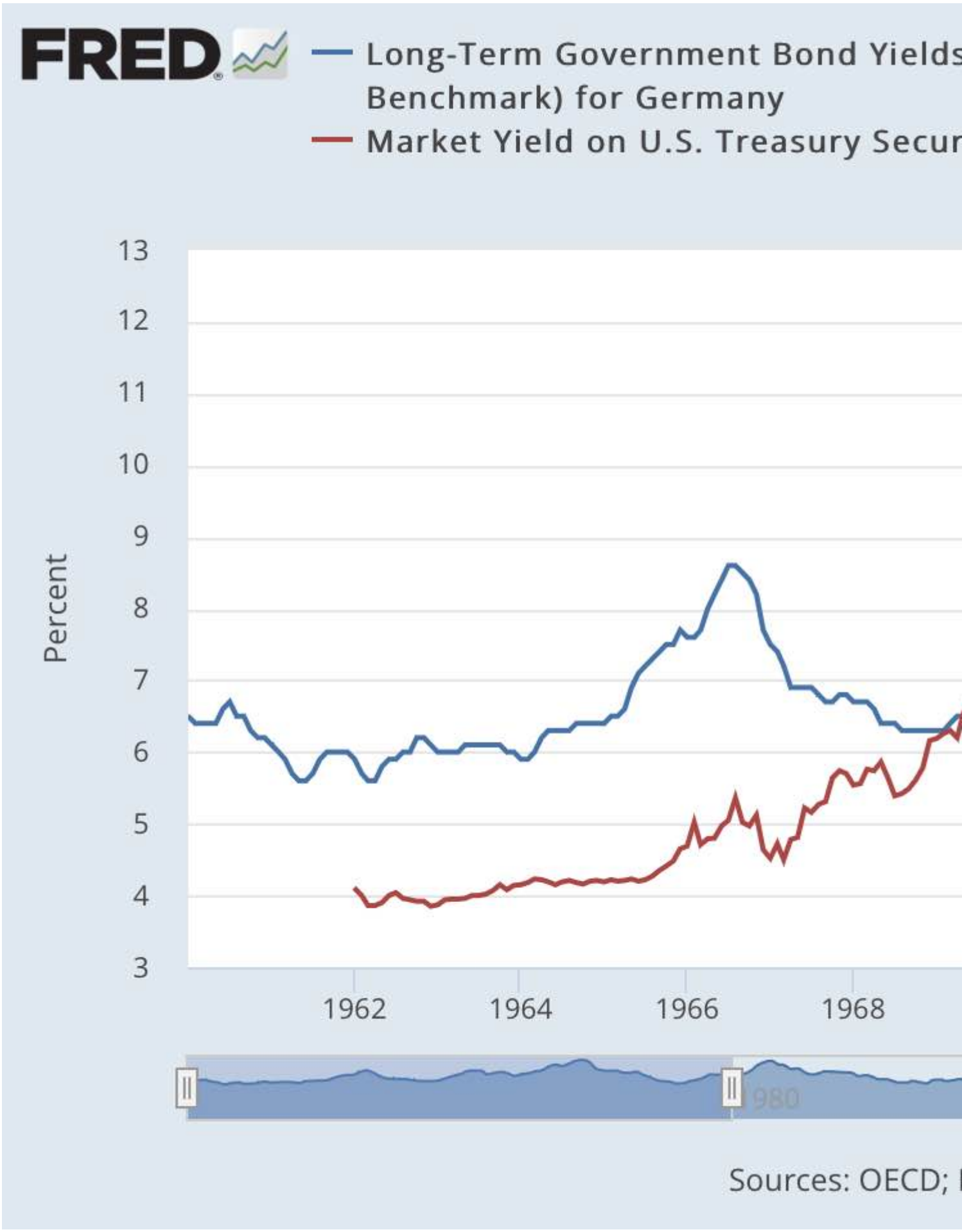
Er zijn parallellen met de jaren zeventig. Er is sprake van een olieschok, er dient zich een nieuwe koude oorlog aan en de reputatie van Washington in niet veel beter dan onder Nixon, in ieder geval niet erg constructief voor de economische groei. In Europa is het eerder slechter dan beter. Sinds de Grote FinanciÃ«le Crisis is er veel kritiek op de Europese Unie. De Britten hebben al afscheid genomen. In ItaliÃ« zijn er veel eurosceptici al wordt het land momenteel gestabiliseerd door Super Mario (Draghi). Frankrijk is slechts Ã©Ã©n recessie verwijderd van ItaliÃ«. Tegelijkertijd is een crisisperiode wel de periode dat Europa gaat hervormen en wil men de euro (en de Europese Unie) behouden, biedt deze tijd wellicht nieuwe kansen. De olieschok komt ook veel harder aan in Europa dan in de Verenigde Staten. Dat land exporteert tegenwoordig weer energie en daarnaast ook voedsel en wapens, zaken waar meer vraag naar is of waarvan de prijzen sterk stijgen.



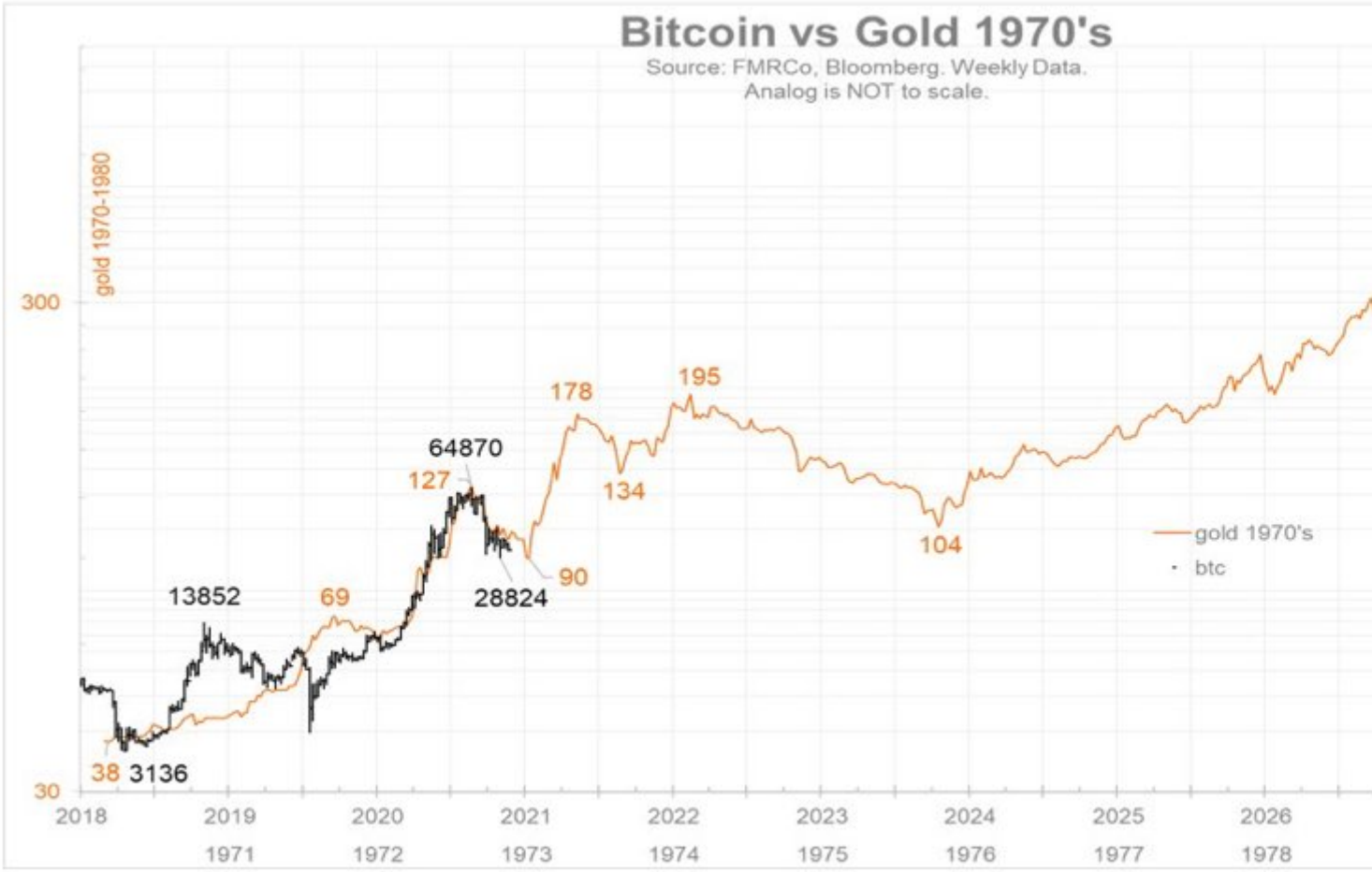
In de jaren zeventig steeg de inflatie sterker dan de beurs. Grondstoffen zoals goud, olie en industriÃ«le metalen presteerden goed. Overigens was het toen minder eenvoudig voor particulieren om in grondstoffen te beleggen. Nu zijn er indextrackers op aandelen van grondstoffenproducenten en ook op grondstoffenfutures.

FRED
Germany / U.S. Foreign Exchange Ra
German Deutsche Marks to One U.S. Dollar
4.0
3.5
3.0
2.5
2.0
1.5
1.0
1975
1980
198
Source: Federal Res

Een periode van stagflatie is niet goed voor de munt. Eind jaren zestig gingen er meer dan 4 D-marken in een dollar, in 1980 iets meer dan 1,5 D-Mark. Goed nieuws voor de Amerikaan die in D-Marken had belegd. Bovendien was de tienjaarsrente in Duitsland lange tijd veel hoger dan in de Verenigde Staten, maar lag de Duitse rente in 1980 duidelijk onder dat van de Verenigde Staten. Ook hier is een analogie met de renminbi. Dat monetaire beleid lijkt op dat van de Buba, maar de rente in China ligt nog altijd boven de rente in de Verenigde Staten. Gelet op het monetaire beleid zou het normaal zijn als over tien jaar de Amerikaanse rente boven de Chinese rente ligt. Overigens zijn er meer landen in de wereld waar centrale banken zich veel beter gedragen hebben dan in het Westen. Dat maakt emerging debt interessant, net als in renminbi niet alleen vanwege de rente, maar vooral ook vanwege het potentieel van de valuta.


FRED
Long-Term Government Bond Yields
Benchmark) for Germany
Market Yield on U.S. Treasury Secur
Percent
13
12
11
10
9
8
7
6
5
4
3
1962
1964
1966
1968
Sources: OECD;

Een meer onorthodoxe manier om zichzelf te beschermen tegen de gevolgen van stagflatie is door te beleggen in bedrijven die kwaliteit combineren met groei. In een periode van stagflatie is groei schaars en betekent kwaliteit dat het bedrijf â??pricing powerâ?? heeft. Het zijn vaak de leiders in de industrie en de nadruk ligt de laatste jaren vooral op technologie. Niet dat het zozeer technologiebedrijven zijn, maar technologie is tegenwoordig in zoâ??n beetje elke sector relevant. Disruptieve innovatie zorgt ervoor dat het bedrijf dat de technologie het best gebruikt wint van de bedrijven die zich te laat aanpassen. Bijkomend voordeel is dat deze bedrijven in een niet-stagflatie scenario ook goed kunnen presteren.



Data source: FMRCo, Bloomberg, Haver Analytics, FactSet. Data as of 07/25/2021. Past performance is no guarantee of future results.

Binnen grondstoffen wordt goud vaak genoemd als de perfecte hedge in periodes van stagflatie. Goud is anders dan andere metalen. Daar waar andere metalen vele toepassingen hebben, wordt goud met veel moeite uit de grond gehaald om het daarna weer diep onder de grond in een kluis te stoppen. Nu de Amerikanen de dollar als wapen ingezet hebben tegen de Russen, lijkt het verhogen van de goudvoorraad door de Russen een goede keuze. Ik ben bepaald geen fanaat van cryptovaluta, maar ik zie niet zo veel verschil tussen goud en cryptovaluta. Voordeel van digitale valuta is wel dat ze een stuk makkelijker te gebruiken zijn als betaalmiddel dan goud. Maar zowel goud als cryptovaluta zijn waard wat de gek ervoor geeft. Er is geen centrale organisatie die garandeert dat het de waarde zal behouden. Uiteindelijk gaat het om het vertrouwen in goud of in cryptoâ??s. In het geval van dergelijke â??greater fool assetsâ?? is het verstandig om naar relatieve waarderingen te kijken. Zo was olie lange

tijd uitgedrukt in goud spectaculair goedkoop. Bovendien valt van verschillende grondstoffen een veel betere investment case te maken dan van goud of bitcoin, maar de vraag blijft dan wat de beste methode is om daarvan te profiteren.

Een stagflatie-portefeuille moet beschermen tegen inflatie en de gevolgen daarvan en verder mag de portefeuille niet te gevoelig zijn voor economische ontwikkelingen. Daarin zit al een tegenstelling waardoor bijvoorbeeld cyclische bedrijven afvallen. Maar stagflatie is slechts Ã©Ã©n van de scenarioâ??s, de heilige graal is een portefeuille die presteert onder alle omstandigheden. Lange tijd was een portefeuille bestaande uit aandelen en obligaties zoâ??n all-weather-portefeuille. Nu zijn meer actieve keuzes vereist. Die vereisen niet alleen visie, maar voor een succesvolle implementatie. Er zijn wel enkele vuistregels. Stagflatie wordt mede veroorzaakt door het beleid van centrale banken. In landen waar de monetaire gekte is toegeslagen, zijn de risicoâ??s het grootst. Aandelen van bedrijven volgen op lange termijn de winstontwikkeling, focus dus op bedrijven die in staat zijn om de winsten te laten groeien, ook wanneer de inflatie hoog is. Grondstoffen lijken de ultieme hedge tegen inflatie, maar zijn in zichzelf op lange termijn geen structurele beleggingscategorie (er is structureel geen sprake van een risicopremie). Opportunistisch is dat wel mogelijk en in veel gevallen is de casus nu ijzersterk. Pas op met een home bias, wereldwijde spreiding is in tijden van stagflatie een goede manier om de risicoâ??s te verkleinen. Zeker nu stagflatie het Europese continent het hardst kan raken, is het niet verstandig om bijvoorbeeld een benchmark te hanteren die voor de helft bestaat uit Europese aandelen. Dek verder valutarisico niet af, zeker niet als het een reservemunt (of een kandidaats reserve munt) betreft. Nu vormen naast de dollar de Zwitserse frank en de Japanse yen een vluchthaven, maar daar mag de renminbi aan toegevoegd worden. Ook grondstoffenlanden (bijvoorbeeld Canada en AustraliÃ«) zullen een relatief sterke munt houden. Beleg ook niet in bedrijven met veel personeel of met hoge energielasten, wat dat betreft zouden bedrijven die hoog scoren op ESG beter moeten presteren. Wees voorzichtig met kas en zogenaamd veilige obligaties, dat leidt in periodes van stagflatie alleen maar tot gegarandeerde koopkrachtverliezen.

Schrijf in op de wekelijkse nieuwsbrief

AurÃ©us streeft er naar om correcte en actuele informatie te verstrekken afkomstig van betrouwbare bronnen, maar kan de juistheid en volledigheid van de informatie in deze publicatie niet garanderen. Aan deze publicatie kunnen derhalve geen rechten worden ontleend. AurÃ©us aanvaardt geen aansprakelijkheid voor enige directe of gevolgschade voortvloeiende uit het gebruik van deze publicatie of de inhoud ervan. Deze publicatie is niet bedoeld als een aanbod of verzoek tot aan- of verkoop van een financieel instrument en moet evenmin worden beschouwd als een persoonlijk beleggingsadvies, aangezien de inhoud van deze publicatie niet is toegesneden op de individuele (financiÃ«le) situatie en doelstellingen van beleggers. PotentiÃ«le beleggers worden er nadrukkelijk op gewezen dat aan beleggen financiÃ«le risicoâ??s zijn verbonden. Zij dienen dan ook goed kennis te nemen van de inhoud van relevante informatie over desbetreffende belegging (prospectus, informatiememorandum, essentiÃ«le beleggersinformatie, essentiÃ«le-informatiedocument etc.) en worden geadviseerd onafhankelijk advies in te winnen om zich een goed oordeel te kunnen vormen over die risicoâ??s en/of deze risicoâ??s passen in/bij hun beleggingsdoelstellingen, financiÃ«le situatie, risicoprofiel en risico acceptatie. De waarde van een belegging kan fluctueren. Het is mogelijk dat beleggers bij verkoop of beÃ«indiging van hun belegging minder terugkrijgen dan hun inleg. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst.