De veranderende correlatie tussen aandelen en obligaties

Beschrijving

Wie een portefeuille samenstelt, komt al snel uit bij aandelen en obligaties. De gedachte is eenvoudig: aandelen zorgen voor rendement, obligaties voor stabiliteit. Daalt de beurs, dan vangen obligaties een deel van de klap op. Dat is de basis onder de klassieke 60/40-portefeuille. Maar die bescherming is niet vanzelfsprekend. Om te begrijpen waarom, kijken we naar twee periodes: het oude normaal, van de jaren zeventig tot het eind van de vorige eeuw, en het nieuwe normaal, dat ontstond na de kredietcrisis van 2008.

Wat is de correlatie tussen aandelen en obligaties?

Correlatie geeft aan in hoeverre twee beleggingen dezelfde kant op bewegen. Bij een negatieve correlatie bewegen aandelen en obligaties gemiddeld tegengesteld. Daalt de beurs, dan stijgen obligaties vaak. Dat verlaagt het risico van de hele portefeuille. Bij een positieve correlatie bewegen beide vaker samen. Dalen ze tegelijk, dan verdwijnt het voordeel van spreiding. De verschillen zijn groot. In de Verenigde Staten was de gemiddelde correlatie +0,35 tussen 1970 en 1999, en â??0,29 tussen 2000 en 2023. Die ene verandering verlaagde het risico van een 60/40-portefeuille al fors, maar de negatieve samenhang waar veel beleggers aan gewend zijn geraakt, is historisch eerder een uitzondering dan een wet.

Het oude normaal: inflatie en rente bepaalden alles

In het oude normaal waren inflatie en rente doorslaggevend voor de waardering van beide markten. Hoge inflatie, olieprijsschokken en hoge rentes drukten hun stempel. Bij obligaties is de relatie simpel: een hogere rente betekent lagere koersen. Bij aandelen werkt het indirect, maar hetzelfde. Een hogere rente verhoogt de disconteringsvoet, waardoor toekomstige winsten minder waard worden en koersen onder druk komen. Wanneer rente en inflatie dominant zijn, bewegen aandelen en obligaties dus vaak dezelfde kant op. Ze hebben niet dezelfde functie, aandelen profiteren van groei, obligaties niet. maar zolang de rente de hoofdrol speelt, wordt de correlatie positief. Hogere inflatie en hogere reÃ«le rentes

gaan historisch samen met een hogere samenhang tussen beide.

Waarom het Fed-model toen werkte

Het Fed-model is eenvoudig. Het vergelijkt het winstrendement van aandelen de winst per aandeel gedeeld door de koers met de rente op langlopende staatsobligaties. Is het winstrendement hoger, dan zijn aandelen aantrekkelijk. Is het lager, dan winnen obligaties. Het model werd populair omdat beide maatstaven lang samen bewogen. Verwachtten beleggers meer inflatie, dan steeg de obligatierente. Tegelijk eisten ze bij aandelen een hoger winstrendement, mede door grotere onzekerheid over de groei. Dezelfde inflatiefactor duwde beide omhoog. Het model werkte dus niet door een magische koppeling, maar omdat Ã©Ã©n factor beide markten domineerde: inflatie.

Het nieuwe normaal: lage inflatie, dominante centrale bank

Rond de eeuwwisseling kantelde het landschap. De inflatie daalde en centrale banken wonnen aan geloofwaardigheid. De grootste angst was niet langer inflatie, maar stagnatie, deflatie en financiÃ«le crises. Centrale banken reageerden met extreem lage rentes en ruime stimulering.

Daardoor veranderde de rol van obligaties. Verslechterde de economie, dan daalden aandelen door lagere winstverwachtingen. Tegelijk verwachtten beleggers renteverlagingen, en dat was juist goed voor obligaties. Aandelen daalden, obligaties stegen: zo ontstond de negatieve correlatie. De samenhang draaide eind jaren negentig van positief naar negatief. In 2008 was dat duidelijk zichtbaar: aandelen kelderden, terwijl Amerikaanse staatsobligaties fors stegen.

In deze wereld verloor het Fed-model zijn waarde. De obligatierente werd bepaald door beleidsrentes, opkoopprogrammaâ??s en de vraag naar veilige beleggingen. Die rente kon extreem laag worden, zonder dat aandelen even duur waren als het model suggereerde. De waardering van aandelen hing intussen aan andere factoren: winstgroei, technologie en lage risicopremies. Vooral groeiaandelen profiteerden, want een lage rente verhoogt de waarde van winsten die ver in de toekomst liggen. Een lage rente betekende niet langer automatisch een laag winstrendement op aandelen.

Van inflatierisico naar groeirisico

Het verschil tussen beide periodes zit in het dominante risico. In het oude normaal was dat inflatie. Een inflatieschok raakte aandelen Ã©n obligaties tegelijk. In het nieuwe normaal was dat groei. Viel de groei tegen, dan daalden aandelen, maar profiteerden obligaties van de verwachte renteverlaging. Dat is de betere bril om naar de correlatie te kijken. Domineren vraagrisicoâ??s, dan beschermen obligaties tegen dalende aandelen. Domineren aanbodschokken en inflatie, dan bewegen aandelen en obligaties samen omlaag. Het regime bepaalt de samenhang, niet een historisch gemiddelde.

2022 was daarom zoâ??n leerzaam jaar. Plotseling was inflatie weer het dominante risico. Centrale banken verhoogden snel de rente, en aandelen Ã©n obligaties daalden samen. De negatieve correlatie verdween. Dat betekent niet dat de jaren zeventig terug zijn, want de economie van nu is anders. Maar het bewees dat het nieuwe normaal niet permanent is.

De klassieke 60/40-portefeuille profiteerde jarenlang van de negatieve correlatie. In een regime met positieve samenhang ligt de beweeglijkheid van zoâ??n portefeuille duidelijk hoger. Voor beleggers is de vraag dus welk risico nu overheerst. Zijn dat groei en deflatie, dan bieden obligaties bescherming. Zijn dat inflatie en stijgende rentes, dan kunnen aandelen en obligaties samen onder druk komen.

De reÃ«le rente is terug op oude niveaus

Inmiddels is de rente gestegen tot niveaus die aan het oude normaal doen denken, en vooral de reÃ«le rente is fors opgelopen. De drijvende kracht is kunstmatige intelligentie. AI verhoogt de structurele groeivoet van de economie, en hogere groei tilt de reÃ«le rente omhoog. Tegelijk werkt de technologie gunstig op de inflatie: hogere productiviteit en goedkopere processen drukken de prijzen eerder dan dat ze die opjagen. De rentestijging weerspiegelt daarom geen inflatieprobleem, maar hogere reÃ«le groei. En dat telt, want historisch gaat niet alleen hoge inflatie, maar ook een hogere reÃ«le rente samen met een positieve correlatie. Zo schuift het regime richting het oude normaal, ook zonder dat de inflatie hoog is. Dat heeft ook invloed op de prestaties van verschillende factoren. In het oude normaal presteerden waarde-aandelen veel beter dan de kwaliteitsaandelen in het nieuwe normaal.

Zo bezien vertelt de correlatie tussen aandelen en obligaties misschien iets belangrijkers dan alleen hoeveel spreiding een portefeuille oplevert. Ze zegt vooral iets over het economische regime waarin wordt belegd en de impact daarvan op beleggingsportefeuilles.

.

Han Dieperink, Chief Investment Officer

Disclaimer

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