Het einde van gratis geld

Beschrijving

Het tijdperk van gratis geld is voorbij. Ruim vier jaar nadat de centrale banken de kwantitatieve verruiming op volle kracht inzetten, draaien zij die nu terug. De Federal Reserve, de Europese Centrale Bank, de Bank of Japan en de Bank of England verkleinen allemaal hun balans. Wat in 2022 begon als een voorzichtige afbouw, is uitgegroeid tot een wereldwijde kwantitatieve verkrapping van historische omvang. De Fed bracht zijn balans terug van bijna 9 biljoen dollar op de piek naar ongeveer 6,7 biljoen dollar nu. Het Eurosysteem kromp van 8,6 biljoen euro naar zoâ??n 6,2 biljoen euro. Zelfs de Bank of Japan, jarenlang de kampioen van de monetaire verruiming, haalde in anderhalf jaar meer dan 500 miljard dollar aan activa van de balans.

Het belangrijkste gevolg is een structureel hogere rente. Tijdens de jaren van verruiming drukten centrale banken de lange rente kunstmatig omlaag. Ze kochten daarvoor op grote schaal staatsobligaties en andere vastrentende waarden op. Die extra vraag is weg, er is zelfs extra aanbod voor in de plaats gekomen. Aflopende obligaties worden niet meer herbelegd, waardoor de markt het volle gewicht van de overheidsfinanciering weer zelf moet dragen. Tegelijk blijven overheden grote begrotingstekorten draaien. Dat vergroot de druk op de obligatiemarkt verder. De rente ligt daardoor structureel hoger dan in het decennium vÃ³Ã³r 2022. We keren gelukkig terug naar het oude normaal.

Het â??nieuwe normaalâ?? bestaat niet meer

Het idee van het â??nieuwe normaalâ?? is achterhaald. Dat ging ervan uit dat de neutrale rente blijvend laag zou zijn. De neutrale rente is het renteniveau waarbij de economie in evenwicht groeit, zonder oververhitting of afkoeling. Dat niveau ligt nu duidelijk hoger dan vÃ³Ã³r de coronacrisis.

De forse renteverhogingen van 2022 en 2023 hebben in geen van de grote economieÃ«n een recessie veroorzaakt. De Amerikaanse economie groeit nog steeds met meer dan 2 procent. De eurozone herstelt gestaag. En zelfs Japan laat een nominale groei zien die eerder bij een opkomende dan bij een

vergrijzende economie past. Wie de neutrale rente te laag inschat, voert een te ruim beleid en krijgt uiteindelijk inflatie. Die les hebben de centrale banken geleerd.

Het moment om de duration te verhogen

Voor beleggers in vastrentende waarden is het verleidelijk om de huidige positie ongewijzigd te laten: kort in duration. Die keuze pakte de afgelopen jaren goed uit en voelt comfortabel bij stijgende rentes. Toch is het moment gekomen om de duration te verhogen naar neutraal. Niet omdat de hogere neutrale rente een vergissing is, maar omdat er op korte termijn steeds meer krachten werken die de rente juist omlaag duwen. Drie redenen:

1. De olieprijs daalt

De eerste kracht is de olieprijs. Na de escalatie rond de Straat van Hormuz eerder dit jaar zal de geopolitieke premie wegebben zodra de diplomatie vordert. Belangrijker nog: de structurele vraag naar olie daalt naarmate de energietransitie versnelt. Het aanbod uit de VS, BraziliÃ«, Guyana en straks Suriname blijft juist groeien. Een lagere olieprijs werkt direct door in de inflatie en geeft centrale banken ruimte om hun beleid te versoepelen. De geschiedenis laat zien dat de olieprijs zomaar kan halveren.

2. De tariefschok dooft uit

De tweede kracht is het wegebben van de inflatie door de wederkerige importheffingen. De tarieven van de zomer van 2025 zorgden voor een eenmalige prijsstijging. Die begint nu uit de inflatiecijfers te rollen. Het basiseffect werkt de komende kwartalen in het voordeel van een lagere jaar-op-jaarinflatie, ook als de heffingen blijven bestaan. Voor de inflatie telt niet het niveau van de tarieven, maar de verandering ervan. En die verandering is inmiddels verwerkt.

3. AI verhoogt de productiviteit

De derde en meest onderschatte kracht is de productiviteitsgroei door kunstmatige intelligentie. Bedrijven gebruiken generatieve AI steeds breder in hun processen. Dat begint te leiden tot meetbare productiviteitswinst. Hogere productiviteit betekent dat de economie harder kan groeien zonder dat de inflatie oploopt. Het werkt als een positieve aanbodschok. Eerdere technologische sprongen, zoals de elektriciteitsrevolutie en de opkomst van het internet, leidden tot een lange periode van lage inflatie en dalende reÃ«le rentes. Er zijn goede redenen om aan te nemen dat AI eenzelfde effect heeft, al is de timing onzeker.

Rentestijging is niet het grootste risico

De structureel hogere neutrale rente is goed nieuws, want zij weerspiegelt een hogere reÃ«le rente: het gevolg van sterkere trendgroei en hogere productiviteit, niet van oplopende inflatie. Die reÃ«le component is duurzaam en blijft. De cyclische krachten die nu draaien, werken echter niet op die reÃ«le rente, maar op de inflatiecomponent van de nominale rente. De verwachte daling van de olieprijs, het uitdoven van de tariefschok en de opkomende productiviteitswinst uit AI wijzen alle drie

dezelfde kant op: lagere inflatie. Een hogere reÃ«le rente en een lagere inflatiecomponent kunnen dus tegelijk bestaan, en juist die combinatie betekent dat de nominale rente op termijn daalt zonder terug te keren naar de bodemniveaus van het QE-tijdperk. Daarom rechtvaardigt het hogere evenwichtsniveau geen uitgesproken korte duration meer.

Han Dieperink, Chief Investment Officer

Disclaimer

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