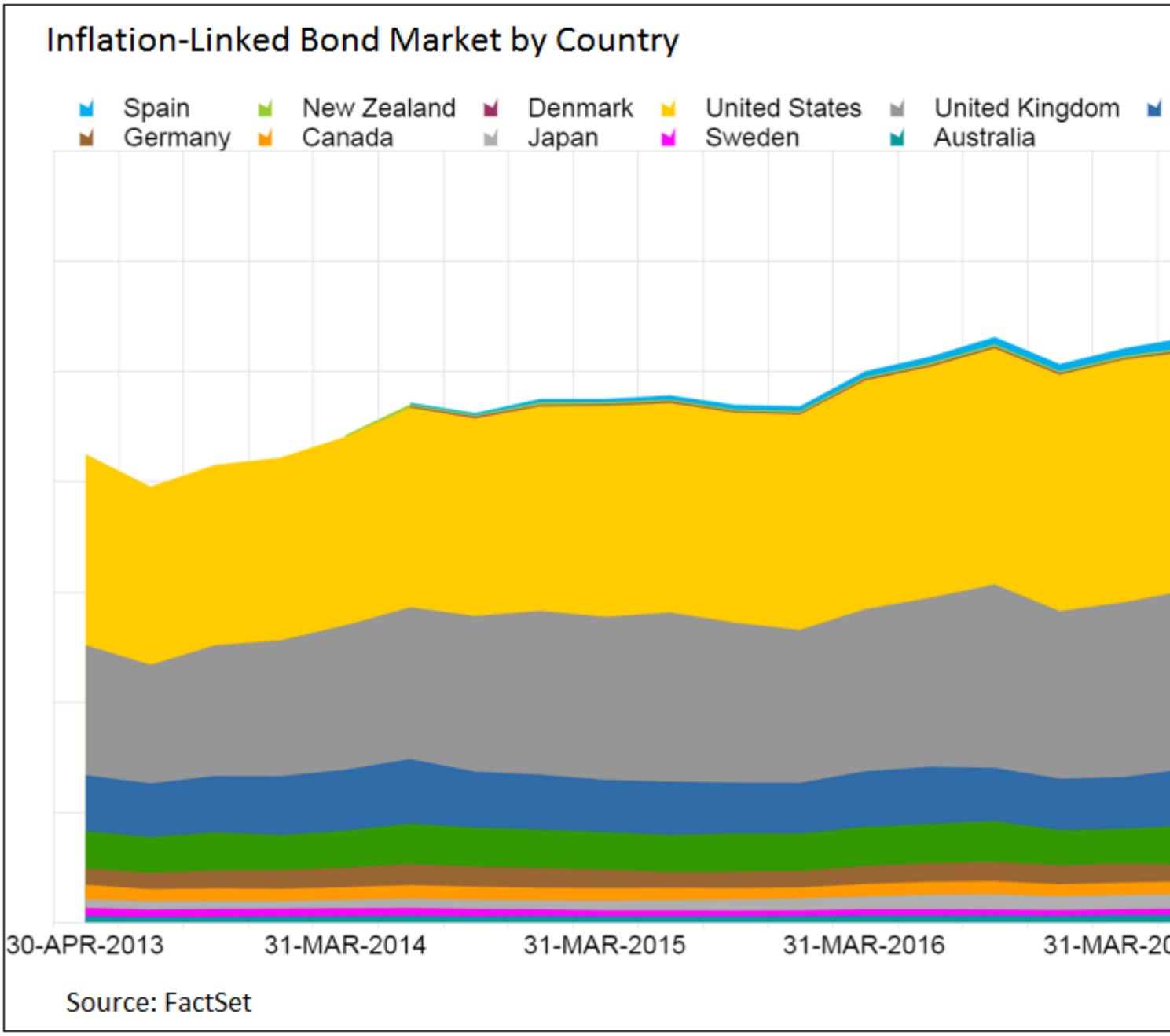
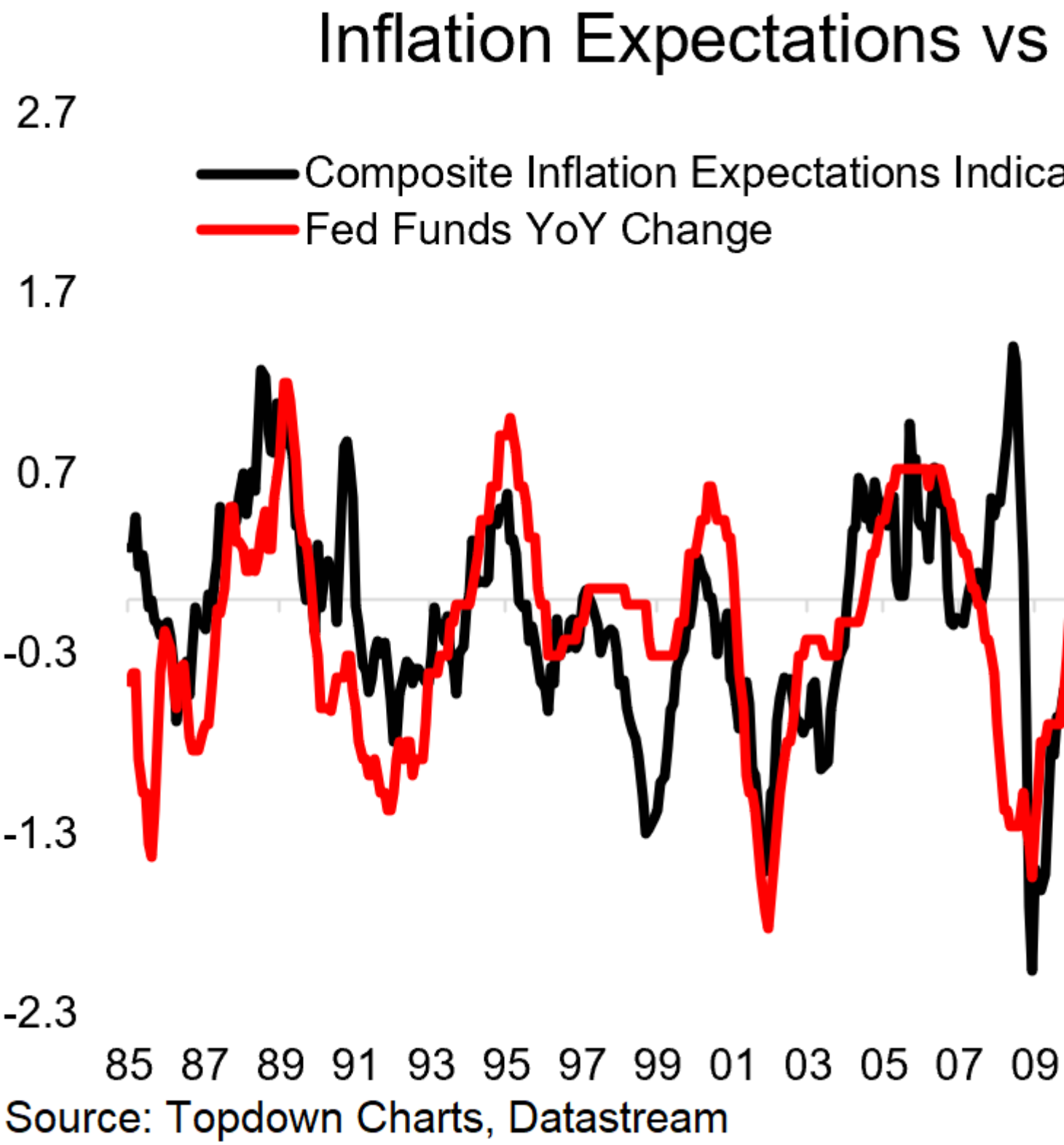
Inflatielinkers versus High Yield

Beschrijving

Veel beleggers zijn bezig met het beschermen van portefeuilles tegen hogere inflatie. Vooral in obligatieportefeuilles is het inflatieprobleem acuut, inflatie is immers de grootste vijand van een obligatiebelegger. Inflatie-linkers zijn een logische oplossing om in obligaties te beleggen die bescherming bieden tegen oplopende inflatie. Toch zijn ook inflatie-linkers dit jaar gedaald. Weliswaar niet zo sterk als de brede obligatiemarkt, maar toch. Waar de inflatie juist blijft verrassen, zijn de koersen ook hier gedaald.

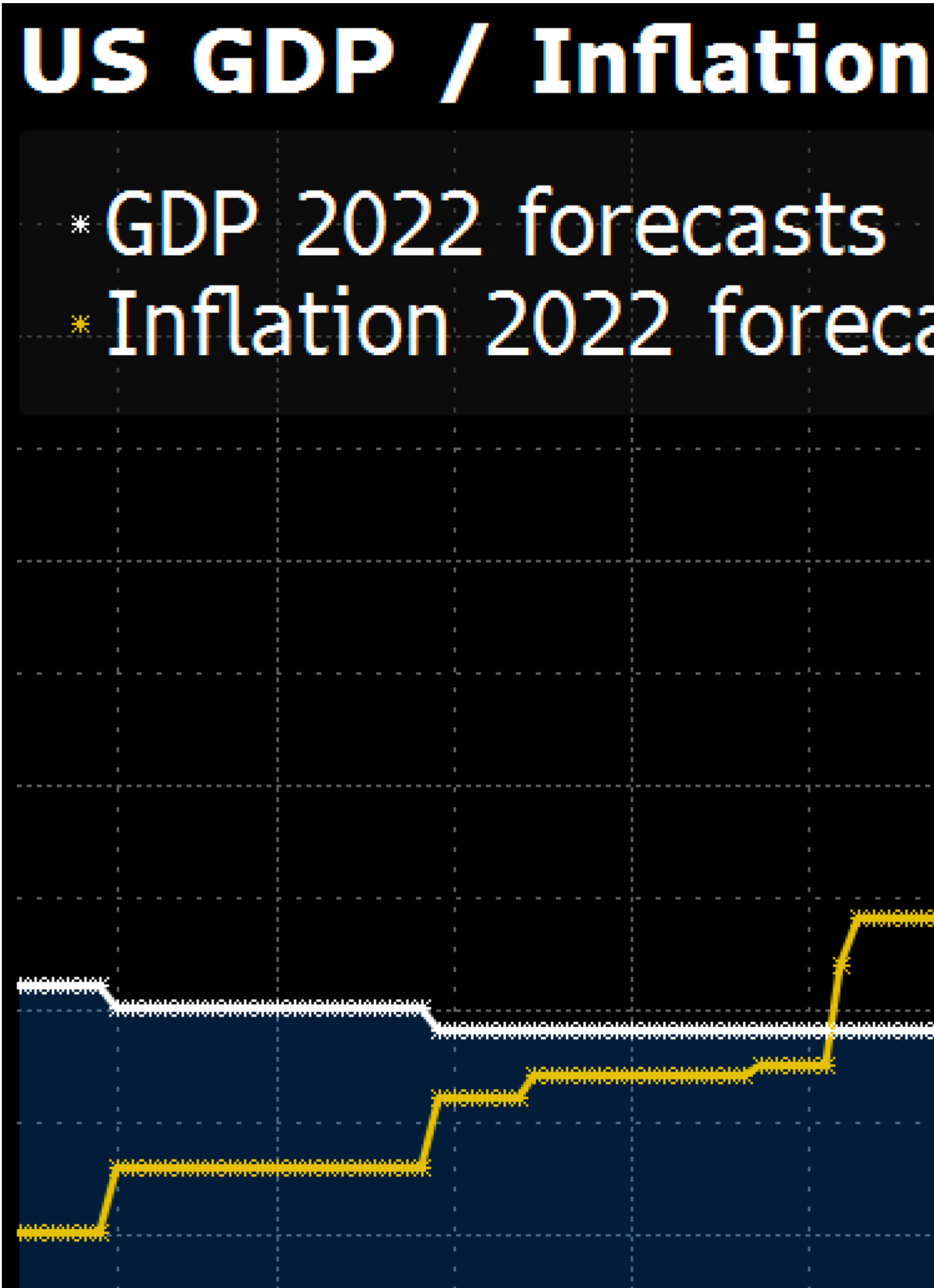


Inflatie-linked obligaties lijken veel op gewone obligaties. Het is een verzameling kasstromen (coupons) en na een bepaalde looptijd wordt de houder afgelost. Het verschil is dat de aflossing oprent met de inflatie gedurende de looptijd en dat de coupon wordt berekend over dit opgerente bedrag. Daardoor blijft de koopkracht van de inleg gegarandeerd, een bijzonder bezit in tijden van extreme inflatie. Inflatie-linkers zijn staatsobligaties, dus we gaan er voor het gemak even van uit dat er geen kredietrisico is (dat landenrisico is er wel, bijvoorbeeld in de vorm van Italiaans risico, maar dat is een ander verhaal).

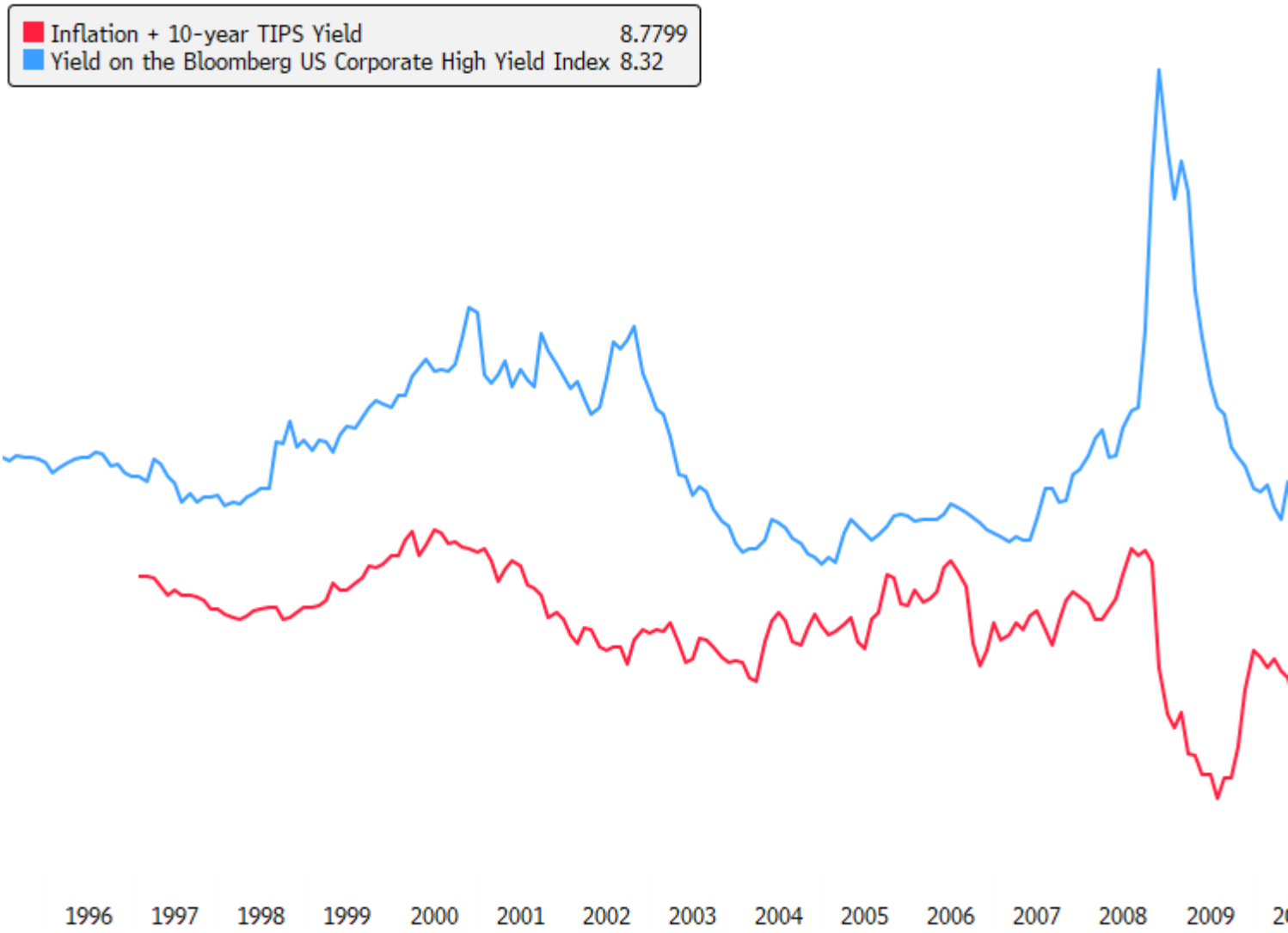


Door het rendement van een gewone obligatie af te zetten tegen het rendement van een vergelijkbare inflatie-linked-obligatie dan blijft over de zogenaamde break-even-inflatie, het punt waarop het niet uitmaakt of er een gewone obligatie was gekocht of een inflatie-linker Komt de inflatie hoger uit dan is de inflatie-linker beter uit, komt de inflatie lager uit dan is men beter af met gewone obligaties. Nu wordt

die break-even inflatie ook gezien als de in de markt levende inflatieverwachtingen. Dit is dan wel de financiÃ«le versie van inflatieverwachtingen, ook nog eens over een langere looptijd van bijvoorbeeld 10 jaar. Dat is natuurlijk wat anders dan de daadwerkelijke inflatie of de daadwerkelijke verwachtingen bij consumenten en producenten ten aanzien van de ontwikkeling van de prijzen. Die hanteren vaak een kortere horizon, typisch van een jaar en als die prijsontwikkeling ook wordt verankerd in loonafspraken dan is het juist deze inflatieverwachting die een veel beter beeld geeft van de toekomst dan de inflatieverwachtingen afgeleid uit het verschil tussen inflatie-linkers en gewone obligaties. Die financiÃ«le inflatieverwachtingen kunnen daarom niet worden gebruikt om de toekomstige inflatie te voorspellen. Toch wil de Fed juist wat aan de break-even-inflatieverwachtingen doen omdat ze die als anker ziet voor de inflatieverwachtingen van consumenten en producenten. Waarschijnlijk een dure denkfout, maar het is dan ook niet de eerste fout die de Fed deze ronde maakt.


US GDP / Inflation
GDP 2022 forecasts
Inflation 2022 foreca

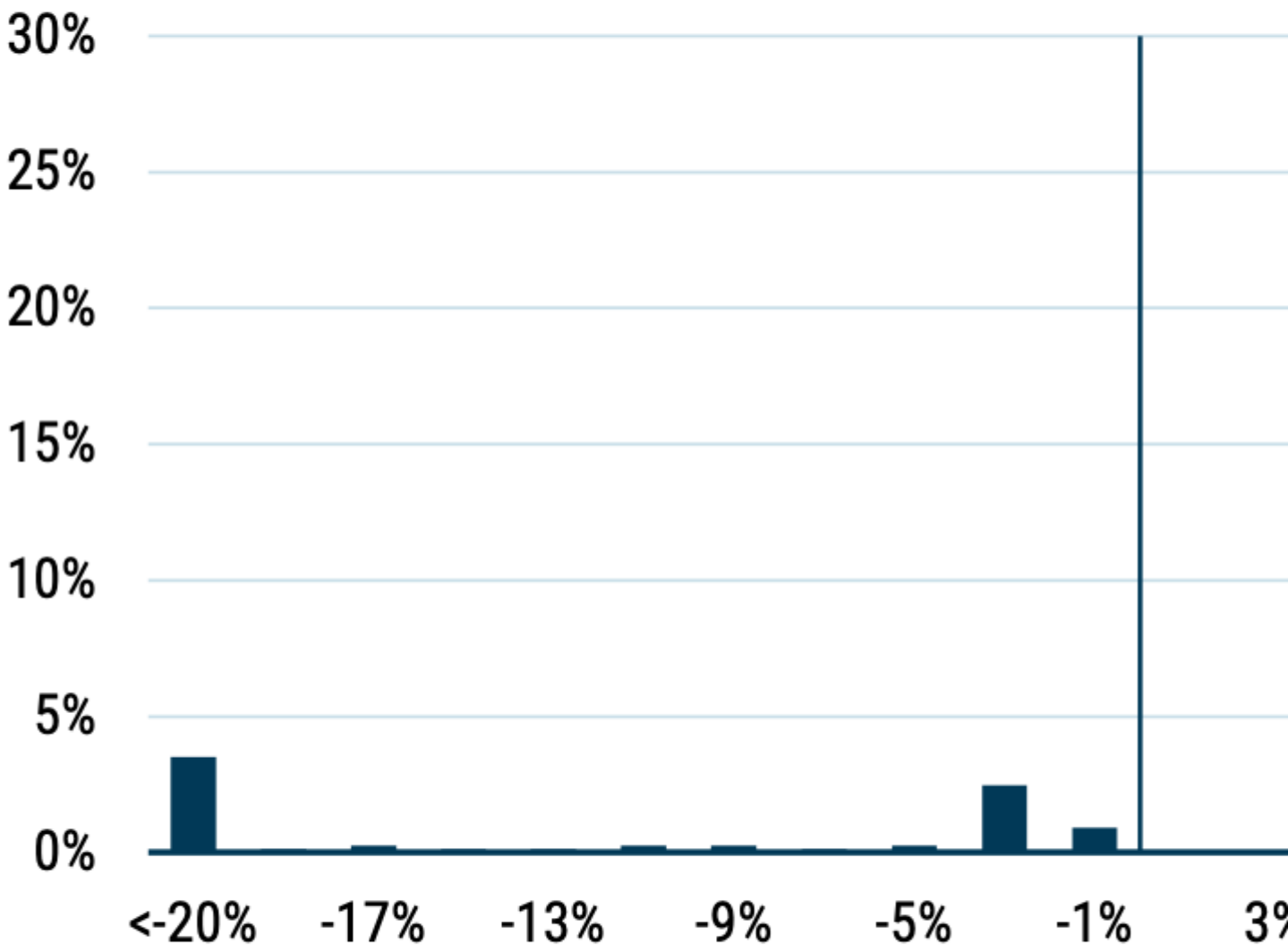
Voor beleggers is in inflatielinker dus relatief eenvoudig. Men koopt de inflatieverwachtingen en ontvangt de inflatie. Komt die hoger uit, dan is er sprake van een positief rendement. De break-even op een tienjaars inflatielening in de Verenigde Staten is nu 2,58 procent. De huidige inflatie is 8,6 procent. Als na Ã©Ã©n jaar er 8,6 procent inflatie moet worden bijgeteld bij de hoofdsom, dat betekent dat over de overige negen jaar de inflatie niet boven de 2 procent mag uitkomen. Gebeurt dat wel, dan is de inflatielinker altijd beter af dan een normale obligatie. Zo bezien, zijn inflatie-linkers dus een betrekkelijke loterij zonder nieten. Als het de Fed lukt om terug te keren naar een inflatie van onder de 2 procent over een jaar, dan zit dat al in de koersen verdisconteerd. Maar als de inflatie toch hoog blijft dan is de inflatielinker beter uit. Niet zomaar beter, hoe hoog de inflatie ook is, de belegger weet zich in elk inflatiescenario beschermd. Op beleggingsgebied zijn er maar weinig echte garanties, maar dit is er Ã©Ã©n.



Het ironische is dat het rendement op de huidige inflatielinkers, uitgaande van de huidige reÃ«le coupon en de huidige inflatie, hoger ligt dan op High Yield obligaties. Dat ondanks de recent gestegen kredietopslagen op High YIeld. Voordeel ten opzichte van High Yield is dat er geen kredietrisico wordt gelopen, terwijl bij High Yield beleggers er op moeten rekenen dat het momentum in de kredietsopslagen de verkeerde kant opgaat. Als de Fed de duimschroeven aandraait door de rente te

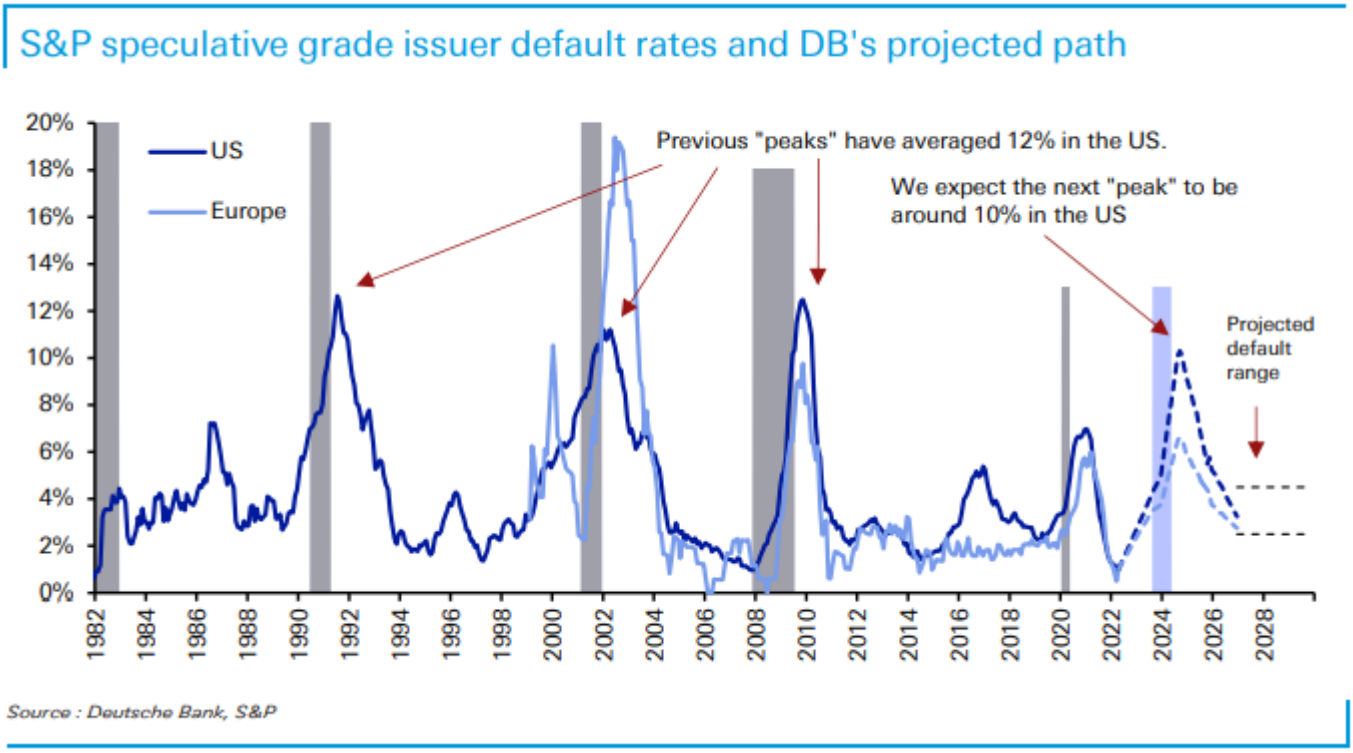
verhogen, gaan er meer bedrijven failliet en dat gaat ten koste van het rendement. Nu is de groep potentiÃ«le faillissementen erg groot als gevolg van 12 jaar monetair wanbeleid en daarom is er ook geen enkele reden waarom de kredietopslagen in High Yield niet de niveaus zouden kunnen opzoeken die we in het verleden ook al hebben gezien.

DISTRIBUTION OF 12 MONTH FORWA
U.S. HIGH YIELD, WHEN STARTING YI
8% AND 9%



Data from August 1998 to May 2022 | Source: Bloomberg U.S
The negative return scenarios are all from 2007-2008.

Toch is High Yield op zichzelf een extreem aantrekkelijke beleggingscategorie. Komende uit een recessie dan presteert High Yield vaak sterker dan aandelen, maar het belangrijkste is dat de relatief hoge coupon (nu ruim 8 procent, na een stijging van ruim 4 procent dit jaar) werkt als een buffer. Een buffer tegen bijvoorbeeld rentestijgingen, maar ook als een buffer tegen kredietverliezen. Door deze buffer zijn er, gecorrigeerd voor het risico, veel meer uitkomsten met een positief resultaat dan bij andere beleggingen. Bij een terugwinning van 30 procent en de huidige rente van 8,4 procent dan kan High Yield op dit moment een defaultpercentage absorberen van maar liefst 12 procent in de komende 12 maanden. Over de afgelopen twaalf maanden lag het defaultpercentage onder de 1 procent. Dat percentage zal oplopen, maar 12 procent in de komende 12 maanden is lastig te bereiken gezien het feit dat veel partijen zich lang hebben gefinancierd. Het financieren van schulden is immers nooit een probleem van de solvabiliteit, maar altijd van de liquiditeit.

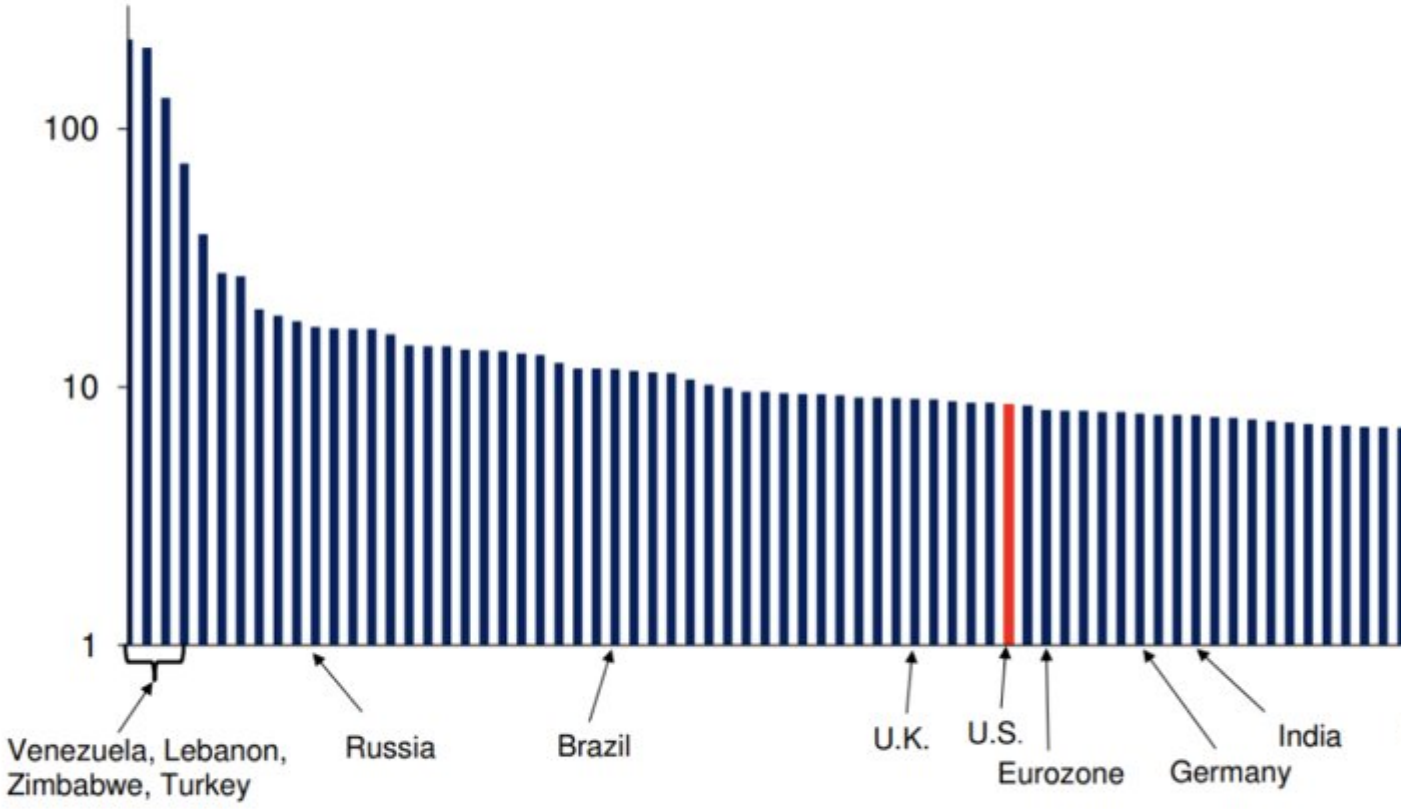


De buffer biedt ook bescherming als de kredietopslagen verder oplopen. Pas bij een stijging van nog eens 100 basispunten in de komende zes maanden of 195 basispunten in twaalf maanden is het totaalrendement op High Yield negatief. Stel dat het defaultpercentage de komende twaalf maanden oploopt naar 3 procent, dan nog moet de rente met 1,5 procent stijgen om in de min uit te komen. High yield is op deze niveaus dus veel aantrekkelijk dan voorheen, beleggers krijgen nu weer betaald voor het risico. Toch is het grote verschil met inflatielinkers dat High Yield waarschijnlijk in de komende maanden nog aantrekkelijker gewaardeerd zal worden dan nu (er komt dus nog een beter instapmoment), terwijl de komende maanden de markt het inzicht zal krijgen dat inflatie een veel hardnekkiger karakter heeft dan de korte periode die de markt daar nu voor inruimt.

US inflation is now middle of the pack, 48th of 1

most up-to-date data available

Figure 1:Global YoY Inflation (log-scale) with selected countries annotated. US outlier. Inflation is truly global...



Note: For most countries we've used May data. Where not available April is used. March is used for less than 5. Where no data is available befo
Source: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank

Source: Jim Reid, Deutsche Bank

Natuurlijk is het gevaarlijk om te stellen dat de markt het fout ziet, maar er worden overduidelijk denkfouten gemaakt in dit proces. De stijgende energie- en voedselprijzen worden gezien als tijdelijk, maar inmiddels stijgt de inflatie in 12 van de 14 categorieÃ«n in het CPI-mandje met meer dan 5 procent. Verder wordt er vaak gewezen naar basiseffecten, maar die kunnen het cijfer ook versterken. Inflatie in de Verenigde Staten zal waarschijnlijk in augustus, september en oktober dit jaar versnellen omdat dan de lage inflatiemaanden van de zomer vorig jaar uit de dataset vallen. En hoge prijzen zelf, zorgen niet automatisch voor minder inflatie. Verder is aan de loonkosten per eenheid product en de employment cost index te zien dat lonen sterk stijgen. Die loonstijging is een belangrijk anker voor de inflatie. Verder stijgt de rente wel, maar vanaf een bijzonder laag niveau. Nog altijd kan het monetaire

beleid in de VS omschreven worden als ruim. Beleggers en centrale bankiers zijn cognitief dissonant en gaan er onterecht van uit dat ombuigen van de inflatie tegenwoordig veel eenvoudiger is dan vroeger, maar dat is het niet. Het bereiken van prijsstabiliteit in de de komende jaren is ingewikkeld, zal moeizaam verlopen en is relatief kostbaar. In zoâ??n omgeving bieden inflatie-linkers een goede bescherming.

De besluiten van het MacrocomitÃ© van AurÃ©us worden gebruikt voor de invulling van de Actieve portefeuille. In deze portefeuille worden aandelen, obligaties en alternatieve beleggingen over- of onderwogen en kunnen er actieve keuzes worden gemaakt voor bepaalde sectoren, regioâ??s, obligaties, looptijden ect. Risicobeperking is een belangrijk onderdeel van de Actieve portefeuille. De Markt/Factor portefeuille wijkt slechts beperkt af van de index (MSCI ACWI IMI). Er is sprake van een structurele allocatie naar vijf factoren om de factorpremie op lange termijn te innen. Daarom worden keuzes van het MacrocomitÃ© niet meegenomen. Wel wordt er geherbalanceerd wanneer het portefeuillegewicht 10 procent afwijkt van de neutrale allocatie. De SRI-Impact-portefeuille heeft een focus op duurzame en impactvolle beleggingen/bedrijven, de benchmark voor deze portefeuille is de MSCI ACWI SRI. Om een kern van duurzame SRI-fondsen bevinden zich 6 impactsatellieten. Keuzes gemaakt in het MacrocomitÃ© worden voor zover relevant meegenomen in de SRI-Impact-portefeuille. Voor de Individuele Aandelenportefeuille maken wij gebruik van de research en beleggingsfilosofie van FinanciÃ«le Diensten Amsterdam (FDA). Deze op groei- en kwaliteitsaandelen gerichte research/strategie heeft een allocatie naar Europese en Amerikaanse aandelen. Het doel is de outperformance van de benchmark (MSCI World). Keuzes gemaakt in het MacrocomitÃ© ten aanzien van over- of onderwegen van aandelen en obligaties worden meegenomen voor de allocatie in de Individuele Aandelenportefeuille, voor de regio- en de sectorverdeling volgen wij de research van FDA.

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.