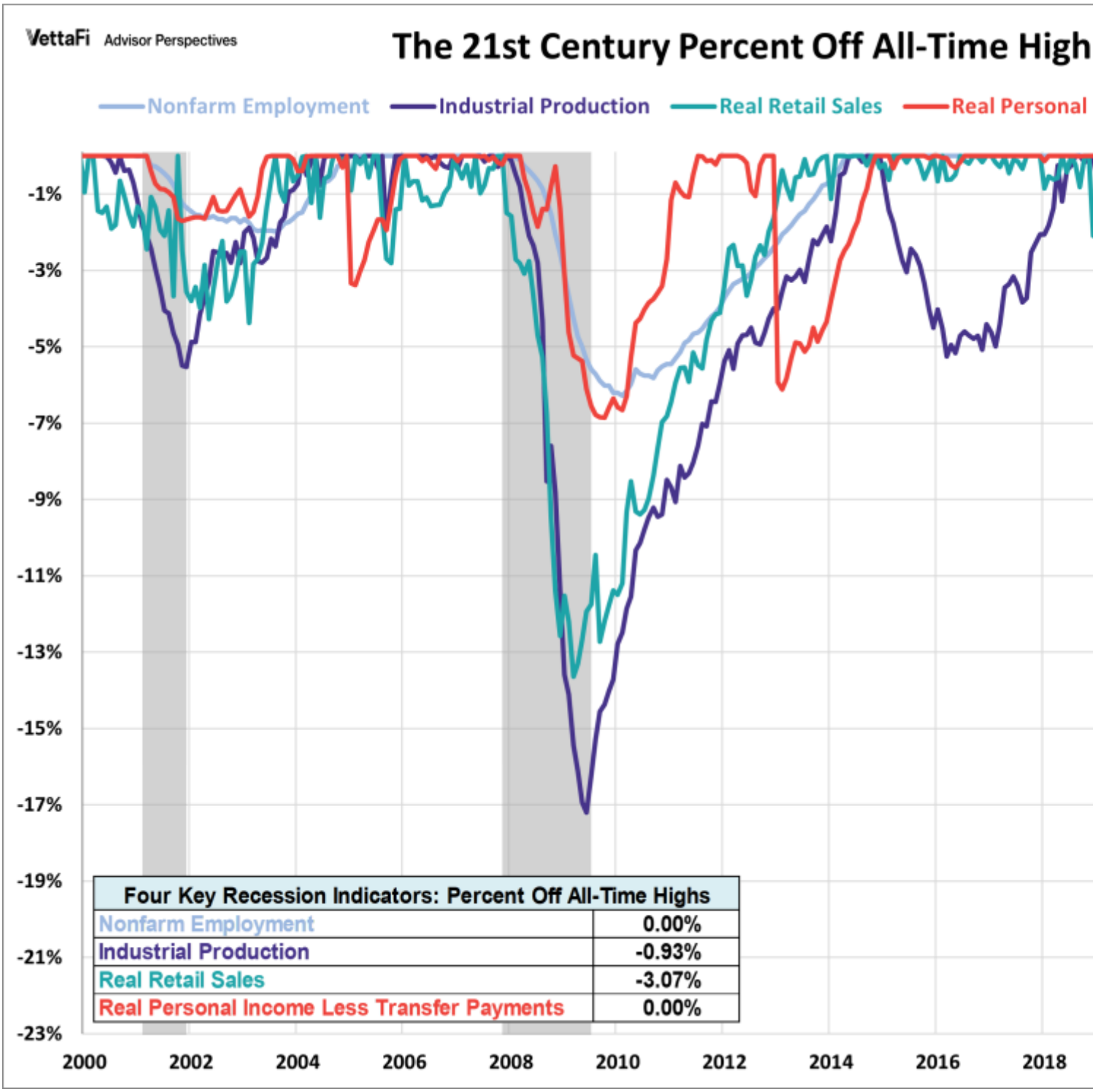
Reken niet op grote winsten bij obligaties

Beschrijving

De renteverlaging van 50 basispunten van de Amerikaanse Federal Reserve in september heeft de kans op een economische â??zachte landingâ?? vergroot: een combinatie van lage inflatie en solide economische groei. De kans op zoâ??n zachte landing is zelfs gestegen tot 65 procent, terwijl dit twee jaar geleden nog een scenario van slechts enkele procenten was. Toen was de recessie volgens 85 procent van de economen het basisscenario, inmiddels is de kans op een recessie gedaald tot 25 procent.



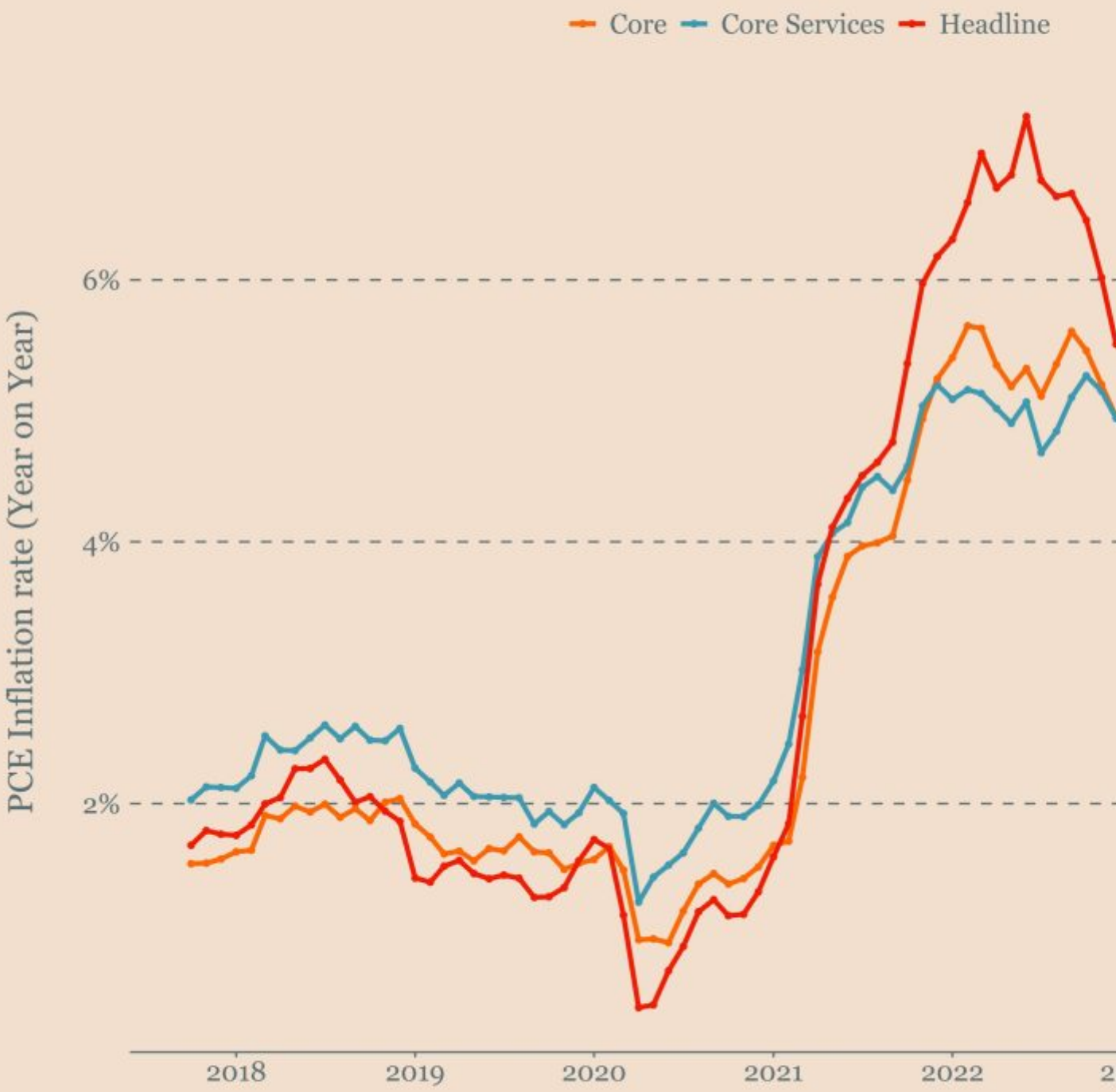
Aandelen profiteren van renteverlaging

Beleggers in aandelen profiteren dit jaar van de eind vorig jaar aangekondigde renteverlaging, waardoor de Amerikaanse beurs dit jaar tot nu toe met meer dan 20% steeg. Daardoor is de koers-winstverhouding gestegen tot boven de 22. Naar verwachting zullen winsten dit jaar met 13 tot 14 procent stijgen en dat is ongeveer het dubbele van het normale jaar-op-jaar-tempo. Die stijging komt opnieuw voor een belangrijk deel voor rekening van de Magnificent Seven, Wel nemen de

groeiverschillen met de rest van de markt geleidelijk af. De sterke winststijging wordt ook veroorzaakt door hogere marges. Naar verwachtingen stijgen die tot eind 2025 door tot een historisch hoogtepunt van 17,8 procent, geholpen door onder ander generatieve kunstmatige intelligentie. Vorig jaar was dat nog 13,5 procent.

Core PCE inflation is stalling, headl track for 2%

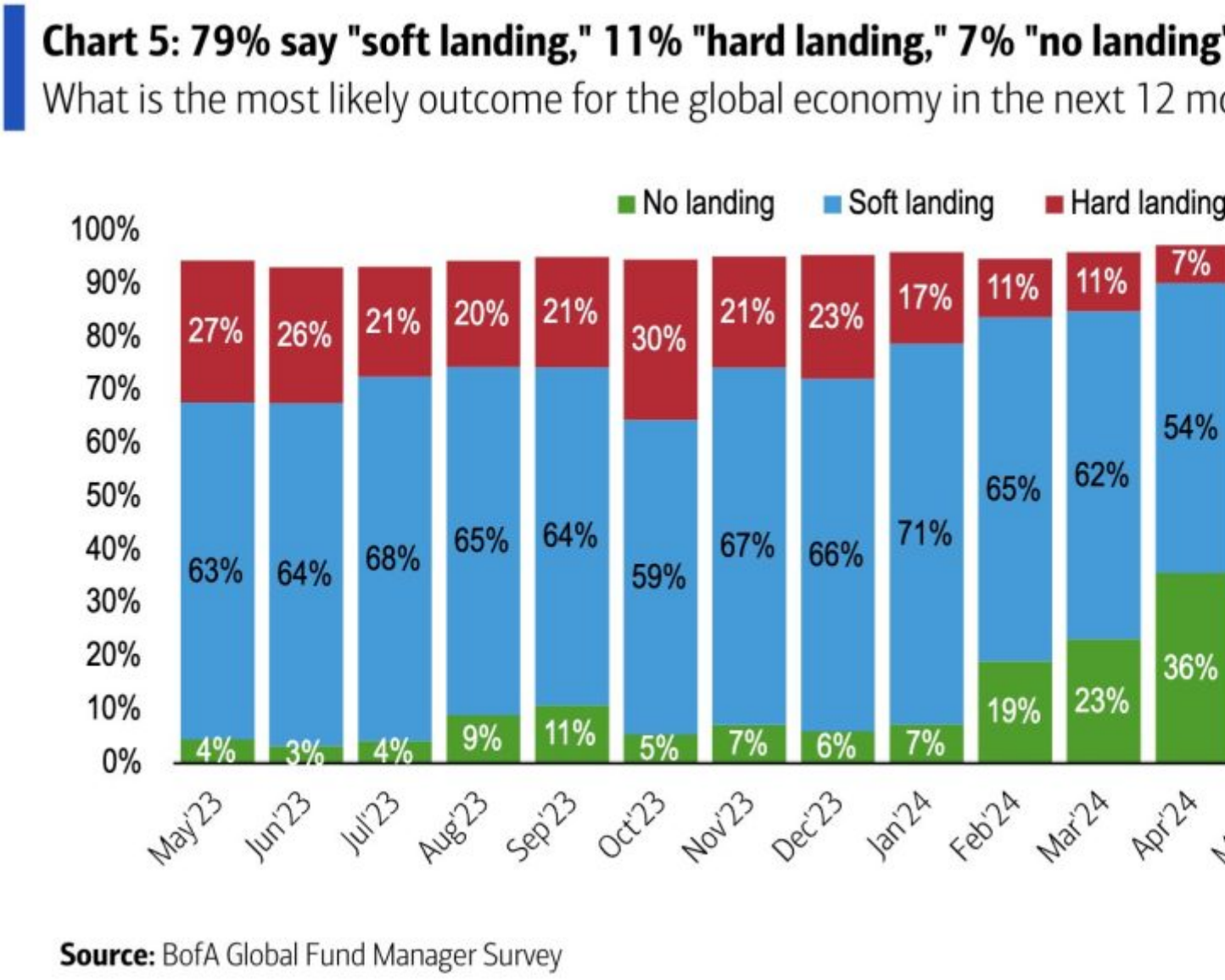
Core PCE and especially core services isn't on the decline anymore this is not a bad inflation print. Nothing to see in there that should the expected trajectory of rate cuts.



Notes: created on September 27, 2024, seasonally adjusted numbers
Source: FRED, US Bureau of Economic Analysis
By: ecoinometrics.substack.com, @ecoinometrics

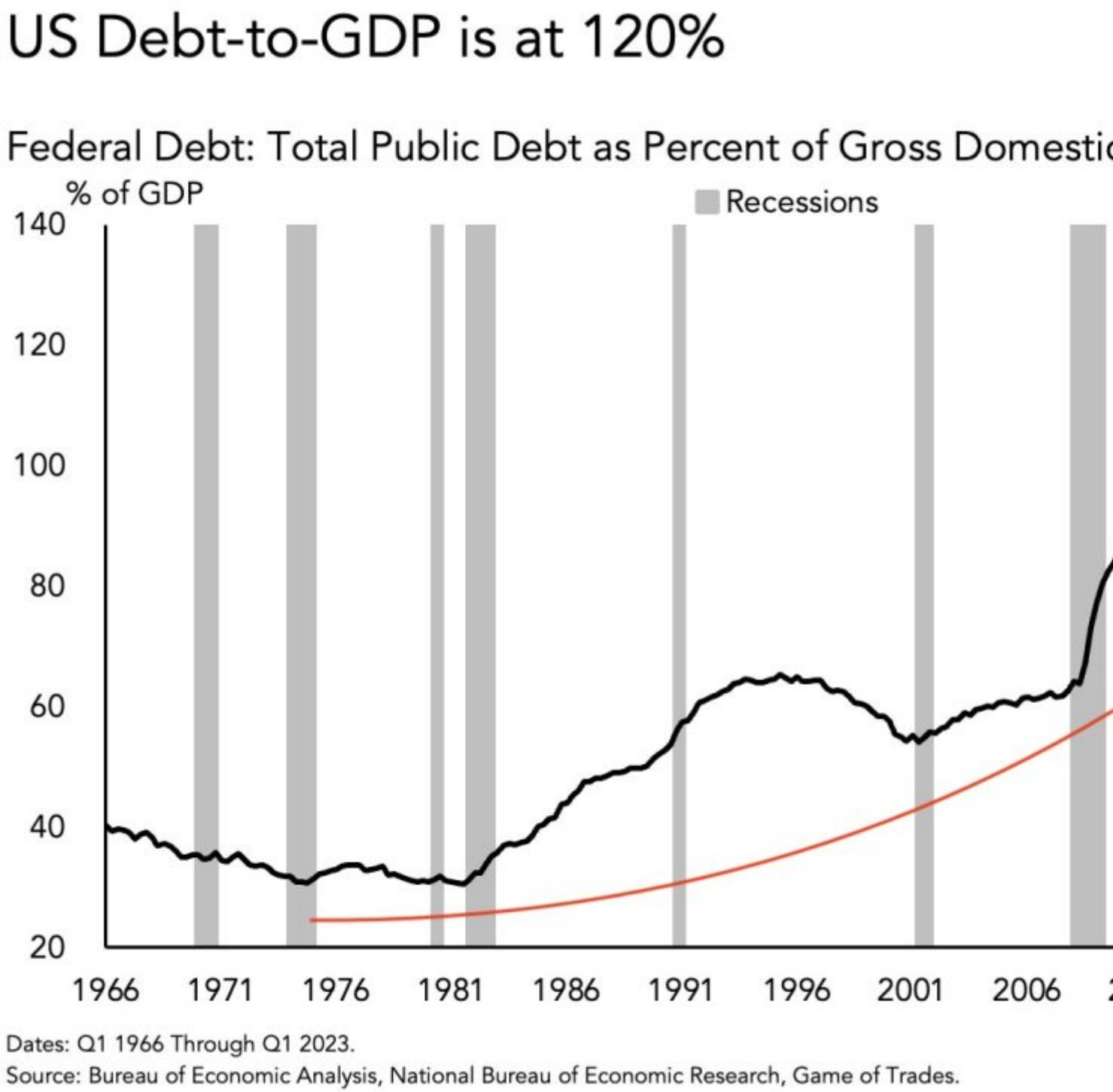
Toenemende kans op zachte landing

Voor obligatiebeleggers is de uitdaging in een soft-landing-scenario anders. Traditioneel verwachten obligatiebeleggers dat de obligatierendementen dalen (en de prijzen stijgen) over verschillende looptijden wanneer de Fed begint de rente te verlagen. Dat hangt samen met de ontwikkeling van de recessie, die er nu dus niet komt. Daarom zijn de rendementen zijn *gestegen* sinds de renteverlaging van de Fed in september, met name op obligaties met langere looptijden. Gelet op de krachtige economische groei is de rente, zeker voor de lange looptijden, eigenlijk te laag. Er zijn bovendien drie factoren die opwaartse druk kunnen uitoefenen op de rendementen op de lange termijn, wat mogelijk de gebruikelijke winsten beperkt die verwacht kunnen worden wanneer de Amerikaanse centrale bank de Fed Funds-rente verlaagt.



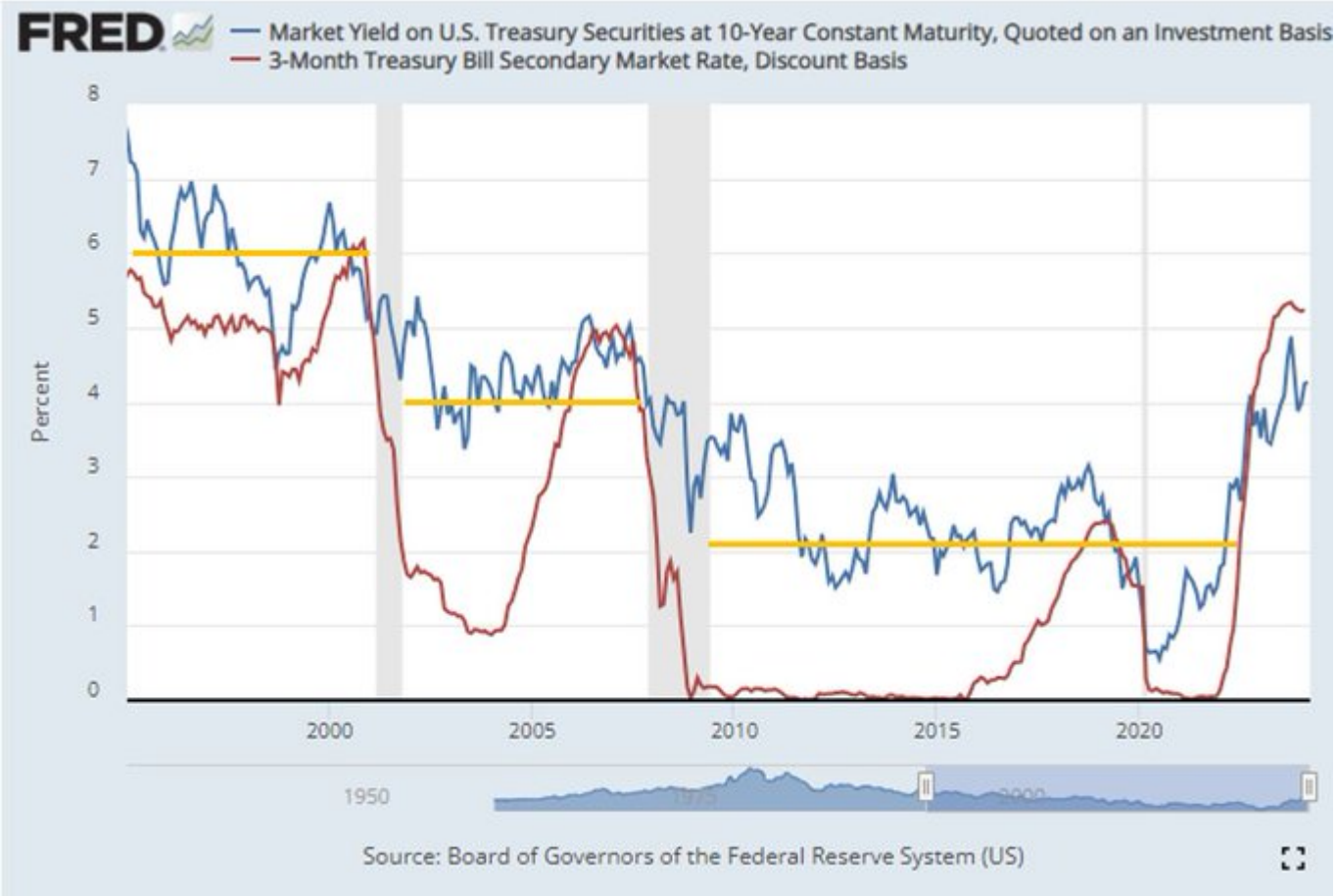
Onderschat inflatierisico

Hoewel investeerders optimistisch kunnen zijn dat de hoge inflatie achter de rug is, is de snelheid waarmee de inflatie daalt gematigd, vooral als gevolg van de owners-equivalent-rent. Nu zal die wel dalen, al blijft de huizenmarkt krap. Maar deglobalisering, vergrijzing, monopolies en oligopolies, oorlogen, de investeringen in defensie en AI in combinatie met een groter gewicht van opkomende markten in de wereldeconomie kunnen de inflatie weer doen oplopen. Bovendien laat de geschiedenis zien dat inflatie-uitbarstingen zoals die van de periode na corona doorgaans worden gevolgd door meerdere uitbarstingen.



Stijgende Amerikaanse schulden en tekorten

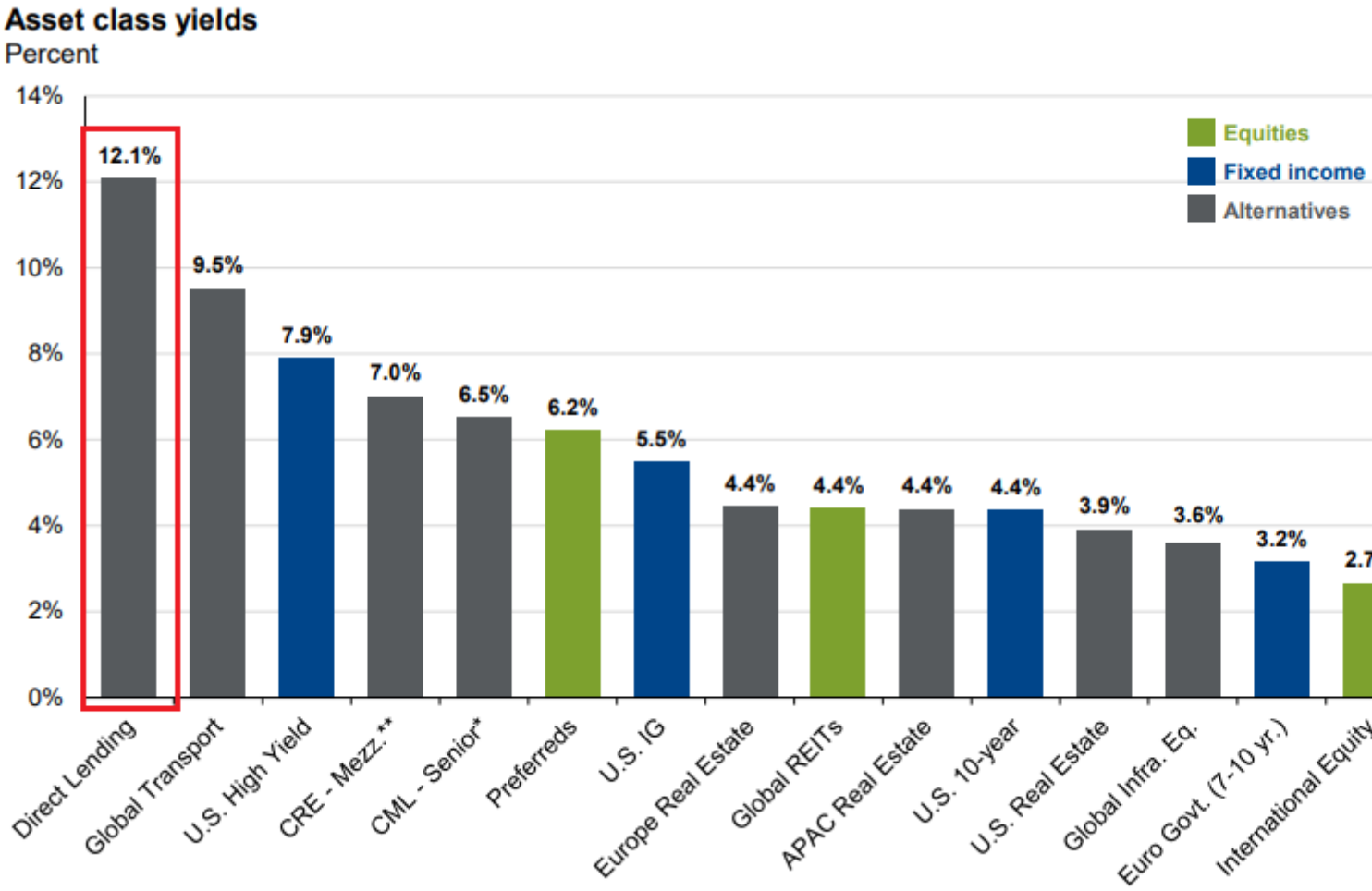
Ongeacht wie in november het Witte Huis wint, lijkt het erop dat de Verenigde Staten te maken krijgt met aanhoudende tekorten en agressieve groei van de federale schuld ten opzichte van het BBP. Op basis van een recente analyse van de huidige voorstellen van beide kandidaten, samen met de waarschijnlijkheid dat ze worden aangenomen, kan de federale schuld met wel 10% toenemen in het komende decennium. Over het algemeen betekent een stijgende federale schuld dat de overheid meer leent, waardoor het aanbod van staatsobligaties toeneemt; als alle andere zaken gelijk blijven, zou dit moeten leiden tot lagere obligatieprijzen en hogere rendementen.



Herijking van de â??neutrale snelheidâ??

Economen gebruiken de term â??neutrale renteâ?• om de geschatte kortetermijnrente te beschrijven waarbij het monetaire beleid noch contractionair noch expansief zou zijn. De afgelopen 15 jaar lag de neutrale rente onder 1%. Zeker in het nieuwe normaal na de Grote FinanciÃ«le Crisis zou de groei op een permanent lager niveau zijn aangekomen.

De economische prognoses van de Fed wijzen er op dat de Amerikaanse centrale bank haar benchmarkrente verlaagt tot ongeveer 3,4%, tegenover een marktverwachting van ongeveer 2,8%. Over het algemeen kan een hogere neutrale rente ook leiden tot lagere obligatiekoersen.



Conclusie

Gezien de huidige omstandigheden moeten beleggers niet te veel vertrouwen op grote koersstijgingen van obligaties. Ook de kredietopslagen op bedrijfsobligaties en high yield obligaties zijn te laag om de risicoâ??s van deze obligaties op lange termijn te vergoeden. Alleen op het gebied van private debt en direct lending zijn de kredietopslagen wel aantrekkelijk. Wel zijn dit meestal variabel rentende obligaties, waardoor de vergoeding wel zal dalen als gevolg van de dalende risicovrije rente. Dat zorgt bij deze obligaties echter niet voor dalende koersen.

Han Dieperink, Chief Investment Officer

Disclaimer