Rentevisie

Beschrijving

We stappen uit het nieuwe normaal. Vijftien jaar lang gold de wereld van na de Grote FinanciÃ«le Crisis als het decor waartegen elke belegger zijn keuzes maakte: lage groei, lage reÃ«le rente, een vlakke of zelfs inverse rentecurve en dalende kredietopslagen. Die wereld loopt ten einde. Kunstmatige intelligentie en fiscaal gestimuleerde investeringen tillen de groei omhoog, de inflatie daalt sneller dan de markt inprijst en de reÃ«le rente normaliseert. Het gevolg is een reeks bewegingen die op het eerste gezicht los van elkaar staan, maar die in werkelijkheid dezelfde onderstroom delen en dat is de terugkeer naar het oude normaal van voor 2008.

Weg van het nieuwe normaal

Het nieuwe normaal was de periode na de Grote FinanciÃ«le Crisis: een sombere tijd waarin de groei in de ontwikkelde wereld naar nul tendeerde en onze kinderen voor het eerst in de geschiedenis slechter af leken dan wij. Daarbij hoorde een lage reÃ«le rente. We zouden allemaal Japan worden, de Japanisering van de samenleving. Inmiddels zijn we uit dat nieuwe normaal gestapt.

De kwantitatieve verruiming na de kredietcrisis was bedoeld om deflatie te voorkomen, want hoge schulden en dalende prijzen kunnen een neerwaartse spiraal vormen waarin nominale kasstromen te laag worden om schulden af te lossen. Toch leidde die verruiming niet tot inflatie: het geld bleef vastzitten in het financiÃ«le systeem. In de vergelijking van Fisher steeg de geldhoeveelheid, maar daalde de omloopsnelheid even hard. Tijdens de coronacrisis gebeurde dat niet. Toen bereikte al het gecreÃ«erde geld wÃ©l de reÃ«le economie â?? driekwart van de Amerikaanse werklozen had zelfs meer te besteden dan toen ze nog werkten. Het gevolg was inflatie.

Nu tillen kunstmatige intelligentie en fiscaal gestimuleerde investeringen de groei boven nul. Centrale bankiers lijken wonderdokters: voor het eerst bestreden ze inflatie zonder recessie, iets wat volgens Paul Volcker vrijwel onmogelijk was. Het verschil met eerdere transities is de schaal. AI automatiseert

menselijke denkkracht en heeft daarmee een grotere impact dan de pc, het internet of de iPhone en zelfs meer dan de mechanisering van spierkracht die ooit de Roaring Twenties voortbracht. Impact is massa maal snelheid, en beide zijn nu groter.

Daar komt bij dat de babyboomers meer gaan ontsparen dan sparen, terwijl de energietransitie, de opkomst van India en verouderde infrastructuur om kapitaal vragen. Omdat de neutrale rente gelijk is aan de structurele groei, stijgt de reÃ«le rente. Weg uit het nieuwe normaal, genormaliseerd naar het oude. Als de invloed van kunstmatige intelligentie groter is dan waar de markt nu meer rekent, dient ook de reÃ«le rente verder stijgen.

Nog altijd desinflatie

De inflatie zal de komende twaalf maanden sneller dalen dan de markt nu inprijst, en de krachten daarachter versterken elkaar. Kunstmatige intelligentie verhoogt de productiviteit en drukt tegelijk de loongroei Bedrijven investeren eerder in technologie dan in extra personeel. Meer output tegen lagere kosten per eenheid werkt door in lagere consumentenprijzen. Deze desinflatie sinds 2021 volgt bovendien nauwkeurig het patroon van de jaren tachtig. Ook toen kwamen de schokken van de aanbodzijde, en in beide gevallen daalt de kerninflatie met ongeveer honderd basispunten per jaar. Met een huidige kerninflatie van 2,5 procent is een beweging richting 2 procent in de komende twaalf maanden realistisch. Daar komen huisvesting en energie bij. De huurgroei vertraagt en werkt met de gebruikelijke vertraging pas volledig door in de Amerikaanse cijfers, terwijl de olieprijs nog verder kan dalen. Bij een heropening van de Straat van Hormuz kan een vat ruwe olie richting vijftig dollar zakken, wat de energiecomponent verder afkoelt en breed doorwerkt in transport- en productiekosten.

De importheffingen van Trump zullen niet tot inflatie leiden. Tarieven leiden tot een eenmalige prijssprong, niet tot aanhoudende inflatie; denk aan de drie btw-verhogingen in Japan tijdens de verloren decennia. Sterker nog, de wederkerige heffingen leveren juist een eenmalig basiseffect op: zodra de eerste prijsstijging een jaar oud is, valt die uit de jaar-op-jaarvergelijking en drukt het cijfer omlaag in plaats van omhoog. Bedrijven absorberen een deel in hun marges, consumenten substitueren naar binnenlandse alternatieven en een sterke dollar dempt de doorwerking. Importheffingen hebben gemeen met belastingen dat ze de economie vertragen. Hoge importheffingen in de jaren dertig gingen gepaard met deflatie, niet met inflatie.

AI-flatie

Nu lopen wel de uitgaven aan datacenters, chips en energie voor AI hard op, en op korte termijn jagen die kosten prijzen aan. Deze AI-flatie is echter per definitie tijdelijk. Het zou immers vreemd zijn wanneer de kosten van de productiviteitswinst structureel groter zouden zijn dan de opbrengsten ervan; dan zou geen enkel bedrijf de investering doen. De kost gaat hier simpelweg voor de baat uit. De prijskaartjes komen eerst, de desinflatoire vruchten daarna. Bovendien speelt de rente een dubbele rol in deze K-vormige economie. Voor de IT- en AI-investeringen aan de bovenkant is de rente wellicht te

laag, wat de investeringsdrift en dus de tijdelijke AI-flatie voedt. Maar voor tal van andere investeringen aan de onderkant is diezelfde rente juist te hoog, wat de vraag en de prijsdruk daar afremt. Per saldo blijft de balans desinflatoir en kan juist dit deel van de K-vormige economie wel een renteverlaging gebruiken.

Productiviteit, een afkoelende arbeidsmarkt, normaliserende huisvesting en energie, een verdampend tarief-effect en een tijdelijke investeringsgolf wijzen samen op een inflatie die in uiteindelijk verrassend laag uitkomt. Pas bovendien op met wat je wenst, want deflatie is dichterbij dan je denkt.

Terugkeer van de termijnpremie

De termijnpremie is de extra vergoeding die een belegger vraagt voor het risico van het langdurig vastzetten van geld. Wie zijn kapitaal tien jaar uitleent, weet niet wat inflatie, groei en beleid in die periode zullen doen, en verlangt daarvoor een opslag boven de verwachte gemiddelde korte rente. Dat is natuurlijke prijs van onzekerheid. Na de Grote FinanciÃ«le Crisis verdween die prijs. Centrale banken kochten voor duizenden miljarden aan obligaties en drukten de lange rente kunstmatig omlaag. De termijnpremie kromp, verdween en werd tijdelijk zelfs negatief. Beleggers betaalden in feite om langlopend staatspapier te mogen aanhouden.

De termijnpremie is herstellende. De balansen van verschillende centrale banken krimpen, de opkoopprogrammaâ??s zijn beleid van het verleden en de markt moet zelf weer een steeds groter aanbod aan schuld absorberen. Begrotingstekorten lopen op, de financieringsbehoefte stijgt en de onzekerheid over inflatie en beleid op de lange termijn is groter dan in het vorige decennium. Beleggers eisen weer een vergoeding voor duur, en de termijnpremie wordt opnieuw opgebouwd richting het historische normaal van rond de Ã©Ã©n procent.

Aan de korte kant dalen de rentes zodra de verlagingen beginnen omdat de inflatiedoelstelling is bereikt. Aan de lange kant blijft de rente verankerd door de hogere reÃ«le rente. Zo ontstaat het laatste stukje versteiling van de rentecurve. Dat is precies wat een normale curve hoort te doen. Jarenlang was de curve invers: de korte rente lag boven de lange. Dat was een van de duidelijkste symptomen van het abnormale nieuw normaal. Nu krijgt de curve zijn natuurlijke, opwaartse helling terug. We verlaten het nieuwe normaal van na 2008. En we keren terug naar het oude normaal van daarvoor: een positieve reÃ«le rente, een normale termijnpremie van rond 1%, en een curve die weer gewoon oploopt. Kapitaal heeft weer een prijs. De spaarder krijgt weer een reÃ«el rendement.

Kredietopslagen

Kredietopslagen bewegen al jaren in Ã©Ã©n richting. Sinds de naschokken van de pandemie en de renteschok van 2022 zijn de spreads vrijwel onafgebroken gedaald tot historisch krappe niveaus. De vergoeding boven staatsobligaties is teruggelopen tot een fractie van wat over een volledige kredietcyclus nodig is om de te verwachten kredietverliezen te compenseren. Beleggers worden met

andere woorden nauwelijks betaald voor het risico dat ze lopen. Deze zomer was er sprake van een bescheiden correctie vanaf extreem krappe niveaus.

De aanleiding was de AI-gerelateerde financieringsgolf. De opslagen van de hyperscalers liepen op het hoogtepunt zoâ??n 35 basispunten wijder op jaarbasis voor de kwalitatief betere namen en circa 50 basispunten voor de lager gewaardeerde partijen, om in de laatste twee weken alweer scherp te herstellen. Dat de opslagen zo snel weer inkwamen, illustreert het beeld van een structureel krappe markt. De episode van deze zomer laat vooral zien hoe dun de buffer is voordat beleggers de risicoâ??s opnieuw serieus beprijzen, en hoe snel die herprijzing weer wegebt zodra de rust terugkeert.

Er zijn enkele uitzonderingen. Bij private debt ligt de vergoeding hoger, al hangt dat samen met beperkte verhandelbaarheid en complexiteit; een deel van de meeropbrengst is dus simpelweg betaling voor illiquiditeit en voor het werk dat het analyseren van deze leningen vergt. Ook achtergesteld bankpapier biedt een royale vergoeding, maar dat komt doordat het imago is achtergebleven bij de werkelijkheid. De risicomitigerende maatregelen na de Grote FinanciÃ«le Crisis, van hogere kapitaaleisen tot resolutieregimes, hebben banken aanmerkelijk solider gemaakt dan de opslag suggereert. Bij emerging market debt is de vergoeding, gelet op de historie, nog altijd toereikend, met de kanttekening dat een deel van het rendement niet in de spread zit maar in ondergewaardeerde valuta.

Het interessantst is misschien wel structured credit. De vergoeding is er aantrekkelijk en de onderliggende structuren zijn na 2008 grondig verbeterd, maar de categorie draagt nog altijd het stempel van â??weapons of mass destructionâ??. Dat is precies de reden dat de opslag er hoog blijft: het is een reputatiekorting, geen risicopremie. Waar de brede markt te weinig betaalt voor het werkelijke kredietrisico, betaalt structured credit juist te veel voor een reputatie die de lading al lang niet meer dekt. Dat brengt de cirkel terug bij de AI-financiering. Naarmate de buildout verschuift van datacenterhulzen naar rekenkracht, chips en energie, verschuift de financiering mee naar structuren op activaniveau, waar private kapitaal en securitisatie een grotere rol krijgen. Juist in dat deel van de markt, waar complexiteit en imago de vergoeding opdrijven, valt voor de geduldige belegger meer te halen dan in de ongedekte obligaties waar iedereen tegelijk instapt.

Han Dieperink, Chief Investment Officer

Disclaimer

Abonneer