Stijgende rente, stijgende aandelen

Beschrijving

De Amerikaanse tienjaarsrente staat dit jaar een vol procentpunt hoger en ligt nu boven de 5%. In dezelfde periode steeg de S&P 500 met ruim tien procent. In theorie past dat niet bij elkaar. Een hogere rente maakt obligaties aantrekkelijker. Bovendien rekenen beleggers toekomstige winsten met een hogere rente terug naar vandaag. Dat verlaagt de waarde van aandelen. Wie op 1 januari deze twee cijfers had gezien, had dus een veel duurdere aandelenmarkt verwacht. Het omgekeerde gebeurde. De koers-winstverhouding op basis van verwachte winsten daalde met ongeveer 15%. Aandelen stegen, maar werden tegelijk goedkoper.

De teller en de noemer

Om dit te begrijpen helpt een eenvoudige rekenregel. De waarde van een aandeel is het verwachte dividend, gedeeld door het verschil tussen het rendement dat beleggers eisen en de groei van dat dividend. De rente zit in dat vereiste rendement. Stijgt de rente, dan wordt de noemer groter en daalt de waarde. Maar de groei zit Ã³Ã³k in de noemer, met een minteken. Stijgt de groei, dan wordt de noemer juist kleiner en stijgt de waarde. Het gaat dus niet om de rente alleen. Het gaat om het verschil tussen rente en groei. Dit jaar wint de groei dat gevecht.

De winstgroei is wereldwijd opvallend sterk. In de Verenigde Staten groeit de winst van het mediane aandeel in een jaar tijd met 35%. Het aantal opwaartse winstherzieningen is vergelijkbaar met het herstel uit een recessie. Europa beleeft het beste cijferseizoen in jaren, met een verwachte winstgroei van rond de 20% voor 2026. In AziÃ« en de opkomende markten overtroffen veel meer bedrijven de verwachtingen dan dat ze tegenvielen. Belangrijk is ook dat de groei breder wordt dan alleen AI. De winst van de gelijkgewogen S&P 500 versnelt eveneens.

Het gevolg is dat de risicopremie, het verschil tussen het winstrendement van aandelen en de obligatierente, nauwelijks veranderde. Koersen stegen, maar winsten stegen harder. Daardoor werd de

beurs goedkoper. Niet een hogere waardering, maar hogere winsten drijven de koersen.

Beleggers vluchten niet naar obligaties

Een hogere rente kan aandelen ook op een directe manier raken: beleggers verkopen aandelen en kopen obligaties. Daarvan is nog weinig te zien. De instroom in beursfondsen is zowel voor aandelen als voor obligaties positief. Bovendien bewegen beide beleggingscategorieÃ«n vaak in dezelfde richting. Bij een grote verschuiving van aandelen naar obligaties zou je het tegenovergestelde verwachten.

Beleggers zien een rente van bijna 6% op Amerikaanse bedrijfsobligaties en vragen zich af of obligaties goedkoop zijn. Grote techbedrijven stellen de omgekeerde vraag: is lenen goedkoper dan nieuwe aandelen uitgeven? Tot en met augustus gaven Amerikaanse bedrijven met een hoge kredietwaardigheid voor $1,6 biljoen aan obligaties uit, 30% meer dan vorig jaar. De grote cloudbedrijven leenden dit jaar al meer dan $220 miljard. Met een koers-winstverhouding boven de 20 is lenen tegen 6% voor hen gewoon goedkoper.

Waardering is alleen een verklaring op lange termijn

Er is nog een reden om niet te snel te schrikken van een hogere rente. Sinds 1998 verklaart het verschil tussen winstrendement en obligatierente slechts ongeveer 10% van het rendement van aandelen ten opzichte van obligaties in het jaar daarna. Over drie jaar is dat ongeveer de helft. Korte renteschommelingen doen er dus weinig toe. Pas als de rente zes tot twaalf maanden hoog blijft, worden de gevolgen voor waarderingen duidelijk.

De rentestijging komt niet door zorgen over overheidsschulden. Het is een normalisatie, Ã©Ã©n die waarschijnlijk grotendeels achter de rug is. In het vorige decennium hielden schuldafbouw, opkoopprogrammaâ??s van centrale banken, nulrente en deflatievrees de rente kunstmatig laag. Nu de nominale economische groei terug is op het niveau van voor de Grote FinanciÃ«le Crisis, geldt dat ook voor de rente. Nu de tienjaarsrente in de VS is gestegen tot boven de 5% is het aantrekkelijk om de looptijd van obligaties geleidelijk te verlengen.

De lat ligt hoger

Toch is enige voorzichtigheid op korte termijn verstandig. Olie blijft het grootste risico. Het conflict rond Iran drukt de olieproductie in de Golfregio, en een hogere olieprijs leidt via renteverwachtingen tot een hogere obligatierente. De Fed onder Warsh wil voorkomen dat een prijsschok doorwerkt in lonen en andere prijzen. Dat maakt verdere renteverhogingen mogelijk. Daarnaast zijn beleggers mogelijk te optimistisch. De ingeprijsde volatiliteit (VIX) is laag en het percentage liquiditeiten onder beleggers is bescheiden.

Een hogere rente verkleint de foutmarge. Winsten moeten hard blijven groeien. Bedrijven die hun winstverwachting verlagen, worden daarom steeds zwaarder gestraft. Kies daarom voor bedrijven met

de sterkste winstontwikkeling. Bijkomend voordeel is dat de kwaliteitspremie op aandelen de afgelopen jaren sterk is gedaald. Als de rente haar piek bereikt en daalt, kunnen aandelen dubbel profiteren: van groeiende winsten Ã©n van een herstel van de waardering. Zolang de teller harder groeit dan de noemer, blijft de beurs winnen.

Han Dieperink, Chief Investment Officer

Disclaimer

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