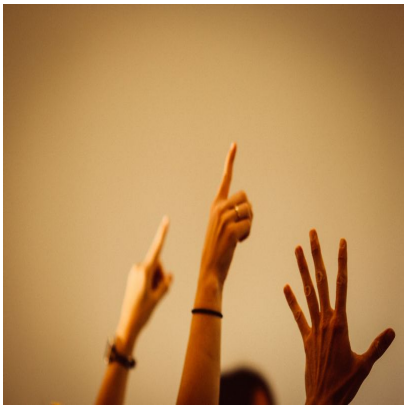
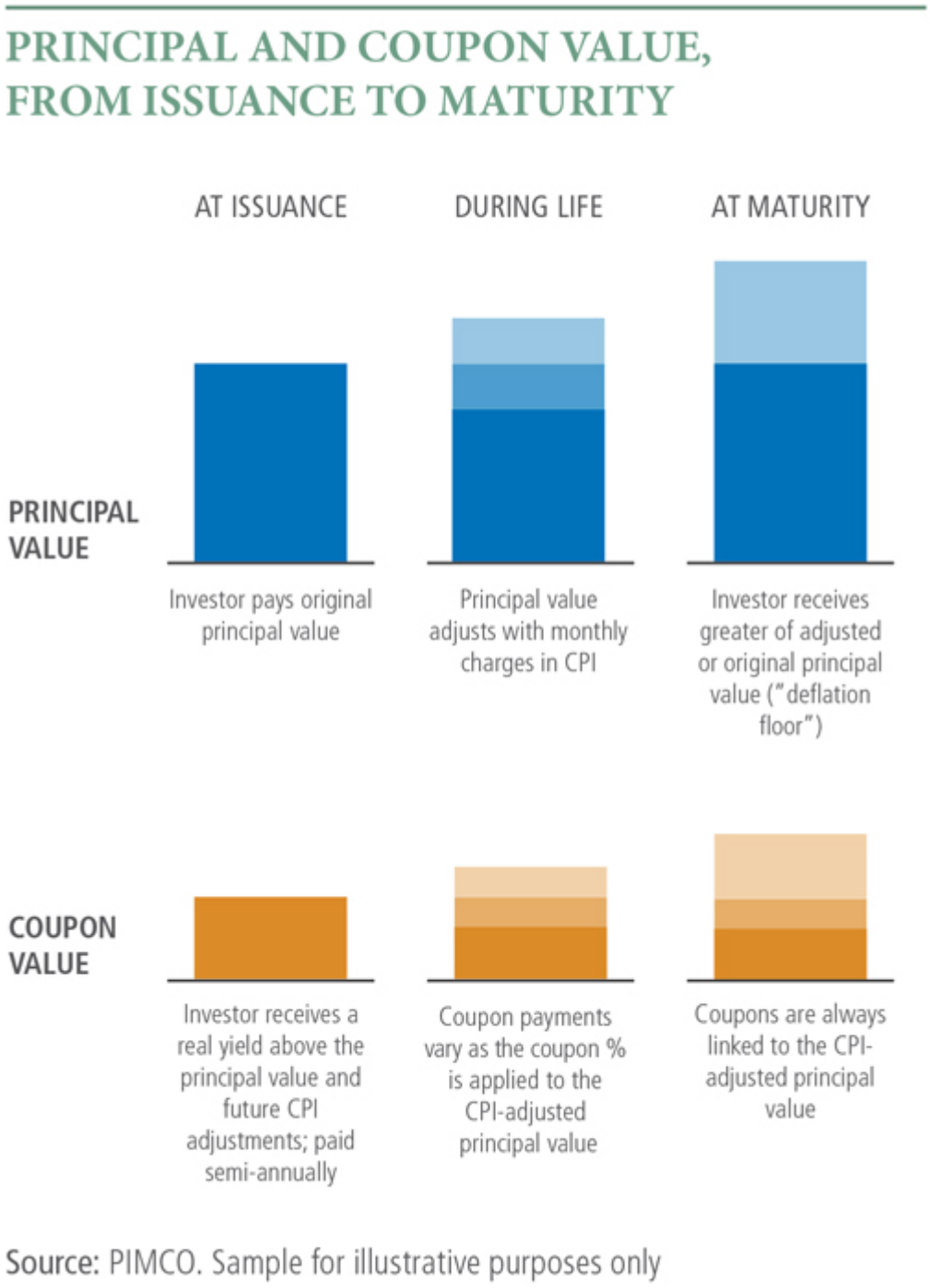


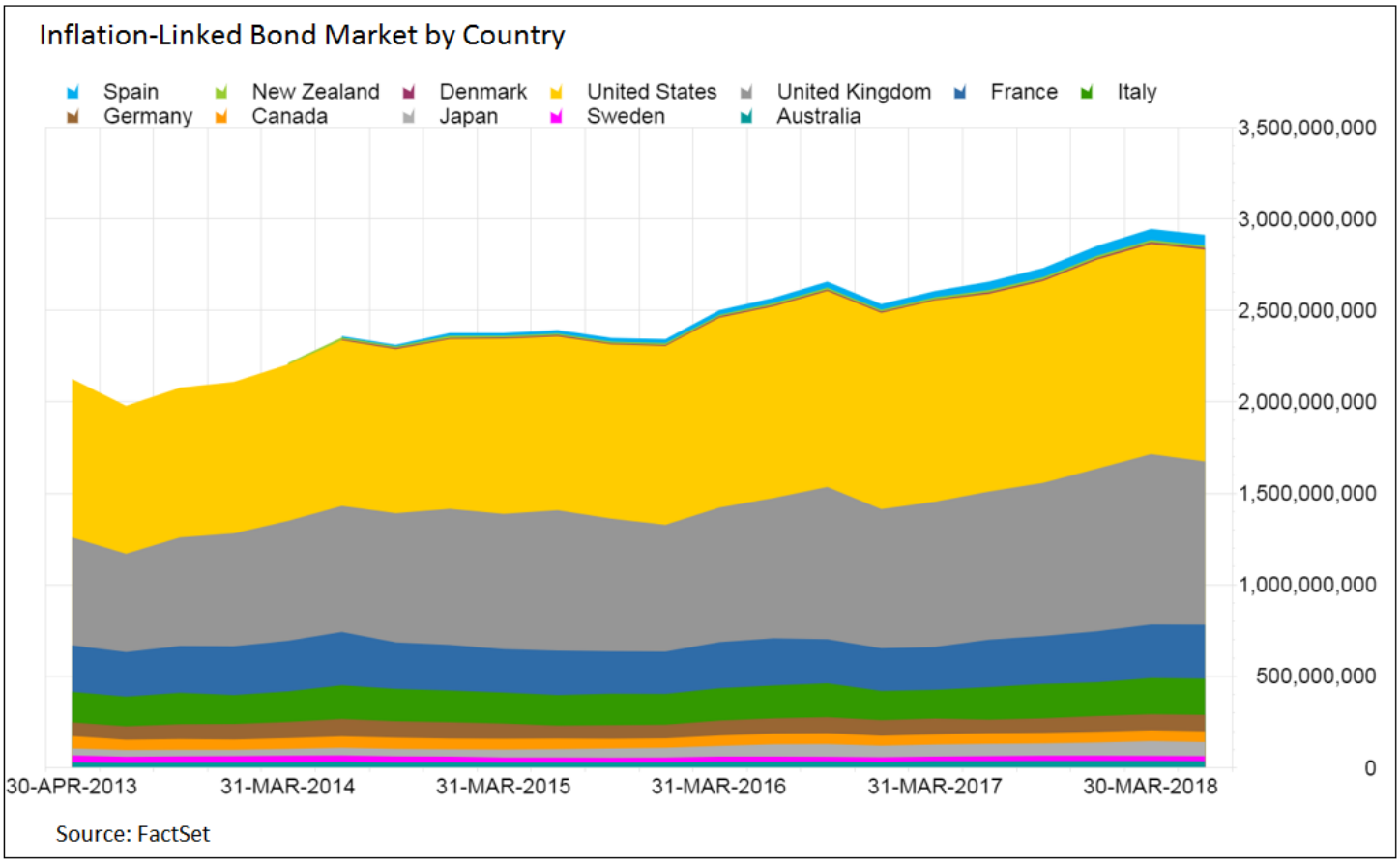
# Valse inflatieverwachtingen

## Beschrijving

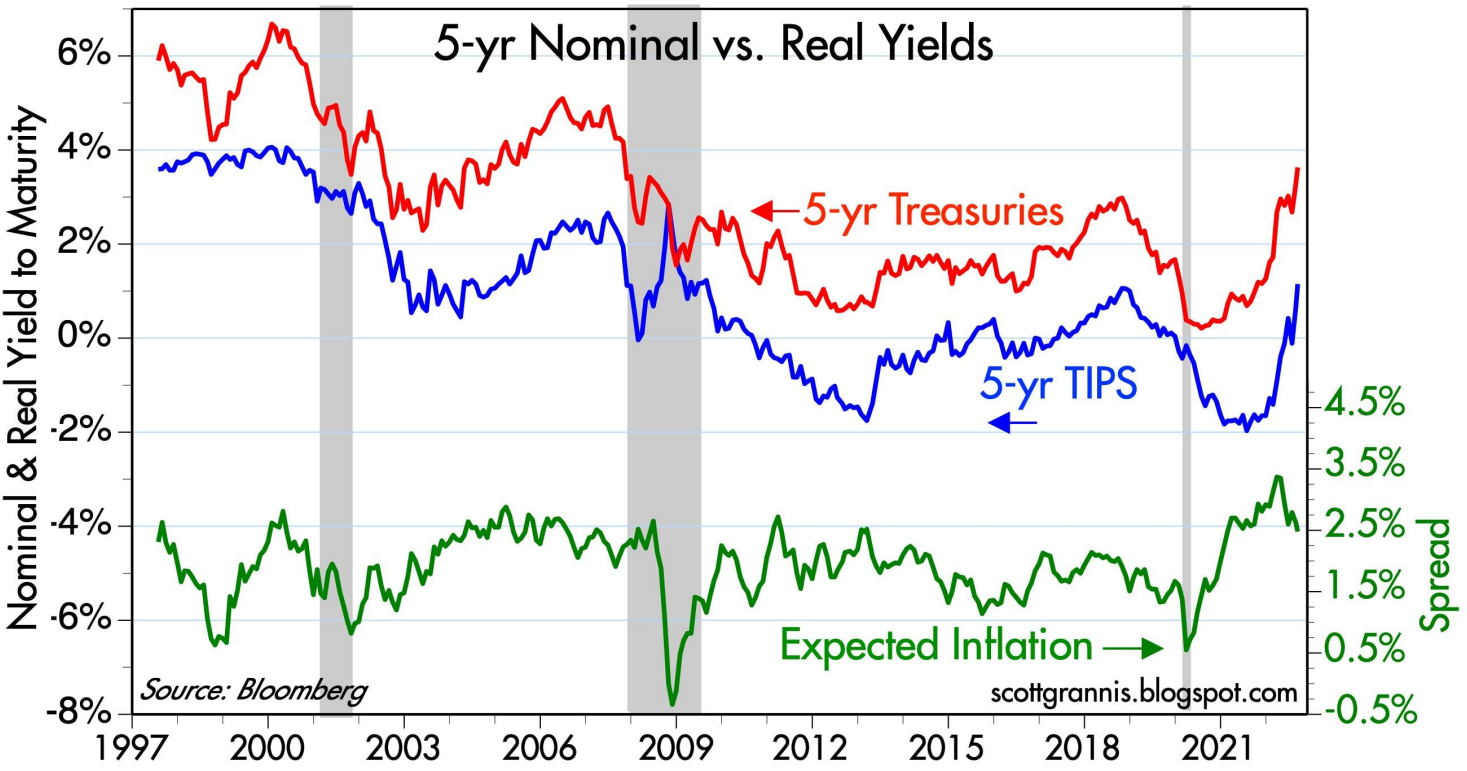
Inflatie-linked obligaties zijn obligaties die ontworpen zijn om de koper te beschermen tegen inflatie. De eerste inflatie-linked lening werd uitgegeven door de Commonwealth of Massachusetts in 1780. In de jaren zestig van de vorige eeuw begonnen opkomende markten inflatie-linked leningen uit te geven. In 1980 was het Verenigd Koninkrijk de eerste ontwikkelde markt die inflatie-linked leningen ging uitgeven. Verschillende andere landen volgden: AustraliÃ«, Canada, Mexico en Zweden. Pas in januari 1997 werd in de Verenigde Staten voor het eerst Treasury Inflation-Protected Securities (TIPS) uitgegeven en inmiddels is dat de grootste markt voor inflatie-linkers wereldwijd. In Europa geven vooral Frankrijk en ItaliÃ« inflatie linkers uit. Af en toe komt een bedrijf ook met een inflatie-linker, maar het overgrote deel betreft staatsobligaties.



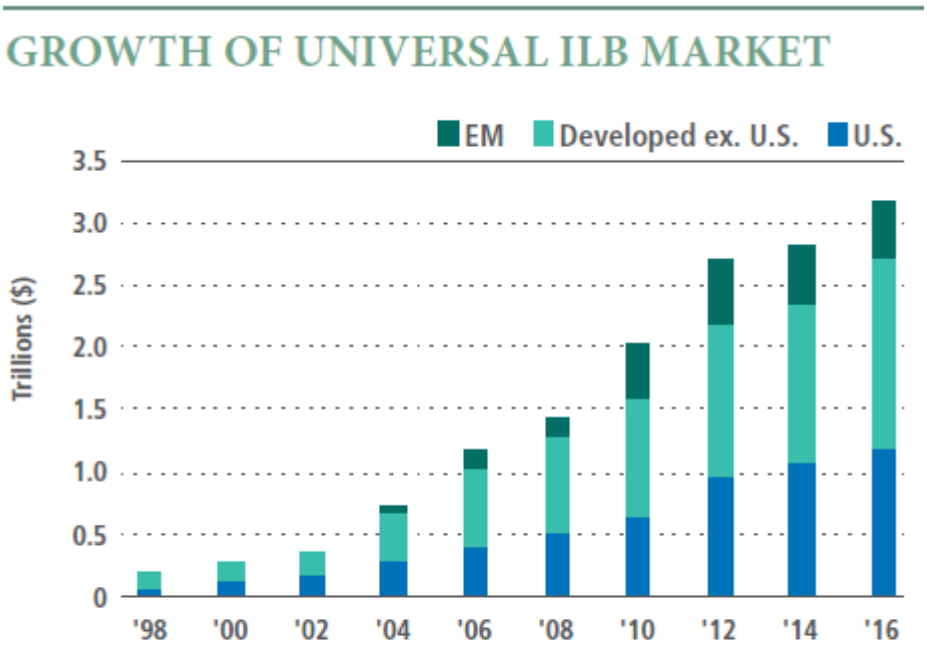

De werking van een inflatie-linked obligaties is simpel. De vaste coupon wordt betaald over de hoofdsom die oprent met de inflatie. Een coupon blijft dus bijvoorbeeld altijd 2 procent, maar in plaats van 2 procent over nominaal 1000 is het 2 procent over nominaal 1000 gecorrigeerd voor de inflatie sinds uitgifte. Dat betekent ook dat wie een inflatie-linked obligatie koopt dat de reeds opgerente inflatie moet worden meegekocht. Als zodanig ontvangt de koper dus altijd 2 procent over een in koopkracht gelijkblijvend bedrag. Dat is een belangrijke aantrekkingskracht van een inflatie-linked lening want wie terugkijkt in de geschiedenis zal zien dat het niet eenvoudig is om alleen al de inflatie bij te houden met beleggingen. Op lange termijn lukt dat amper met obligaties en eigenlijk alleen met aandelen. Een obligatie die 2 procent reÃ«el rendement kan bieden plus de inflatie is op lange termijn voor lange termijn beleggers zeer aantrekkelijk.




De aantrekkingskracht van inflatie-linked obligaties werd vrijwel onmiddellijk onderkend door pensioenfondsen. Meestal hebben fondsen nominale verplichtingen, maar wel ambities om ook te compenseren voor de inflatie. Zonder extra risico te nemen, lenen inflatie-linkers zich daarvoor uitstekend.




Sinds er inflatie linked leningen zijn, is het mogelijk om op basis van het verschil in rendement tussen gewone obligaties en inflatieleningen het rendement op te splitsen in een reÃ«el deel en een inflatiedeel. Dat inflatiedeel worden dan de inflatieverwachtingen genoemd. Strikt genomen is dat juist, want het omslagpunt (break-even) ligt op de ingeprijsde inflatieverwachtingen. In theorie zorgt arbitrage er voor dat de markt een zo goed mogelijk inschatting maakt van de toekomstige inflatie. Nu is dat leuk in theorie, maar in de praktijk valt het nog wel mee (of tegen). Begin vorig jaar, toen de inflatie nog laag was, waren ook de inflatieverwachtingen voor de komende tien jaar laag (op iets meer dan 2 procent). Inflatie-linkers zijn dus niet in staat om de toekomstige inflatie ook maar enigszins juist te voorspellen. Ondanks het oplopen van de inflatie sindsdien zijn de inflatieverwachtingen nooit veel meer dan 3 procent geworden. Dat is goed nieuws voor de houders van inflatie-linked obligaties omdat die niet 2 of 3 procent krijgen vergoed, maar inmiddels meer dan 8 procent. De reden voor deze anomalie is dat onder andere in het Verenigd Koninkrijk uitsluitend pensioenfondsen inflatie-linkers kopen. Voor pensioenfondsen zijn deze leningen zo aantrekkelijk dat ze extreem waren overgewaardeerd. Buiten het Verenigd Koninkrijk is dat veel minder het geval, maar in bijvoorbeeld de Verenigde Staten is de Federal Reserve inmiddels de grootste eigenaar van TIPS. Eind 2019 was dat nog 10 procent van het totaal, inmiddels meer dan 25 procent. Het bijzondere is dus dat de Fed haar beleid mede baseert op een markt die ze zelf manipuleert.




In de echte wereld baseert niemand zich op de inflatieverwachtingen voor de komende tien jaar. Bij loonanderhandelingen en nieuwe contracten wordt vooral gekeken naar het hier en nu (de inflatie) en eventueel naar de prijsontwikkeling voor de komende 12 maanden, maar veel verder wordt er niet gekeken. Het is dan ook volkomen irrelevant dat centrale bankiers proberen te sturen op lange termijn inflatieverwachtingen, die geven immers toch geen goed beeld van de huidige inflatie.

BI_TIPS_Chart 6.jpg

Inflatielinkers zijn interessant wanneer de daadwerkelijke inflatie hoger uitkomt dan wat er is ingeprijsd. Nu zit er in de tienjaars TIPS ongeveer 2,5 procent inflatie per jaar ingeprijsd. De kans is groot dat de inflatie de komende tien jaar tussen de 3 en de 4 procent uitkomt en mogelijk nog wel eens doorschiet. Aangezien er nu sprake is van een reÃ«el positieve vergoeding  is het dus mogelijk om het vermogen te beschermen tegen inflatie (iets waarvoor normaal gesproken al een behoorlijk percentage in aandelen moest worden belegd) en daarbovenop nog een reÃ«el positief rendement te realiseren. Het is feitelijk de enige mogelijkheid om toch in obligaties te beleggen met een hoge duration en een bescherming te krijgen tegen stijgende rente, voor zover die voortkomt uit hogere inflatie (verwachtingen).

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

Voor tussentijdse updates, volg AurÃ©us op Linkedin

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.